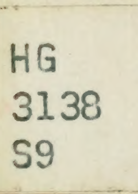
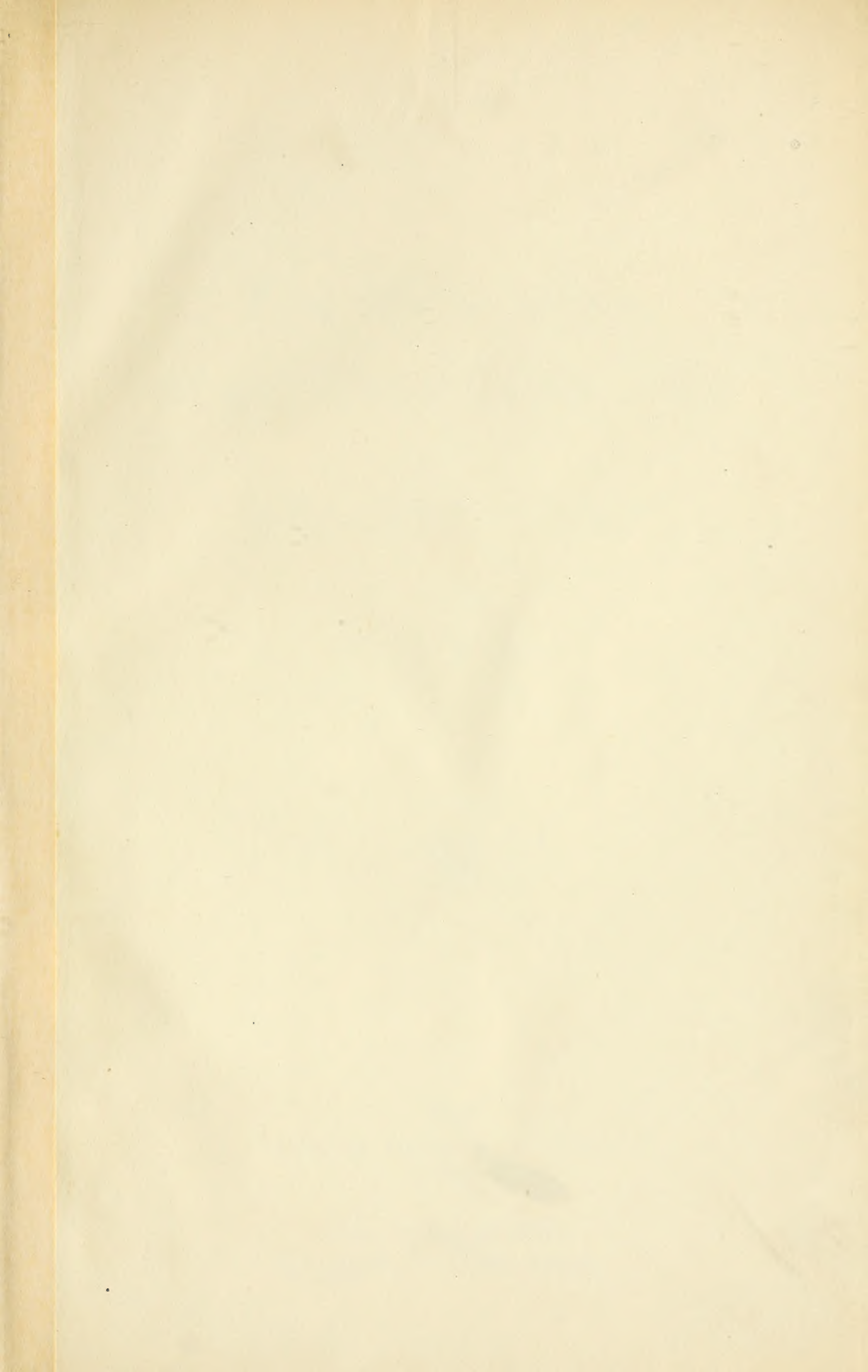
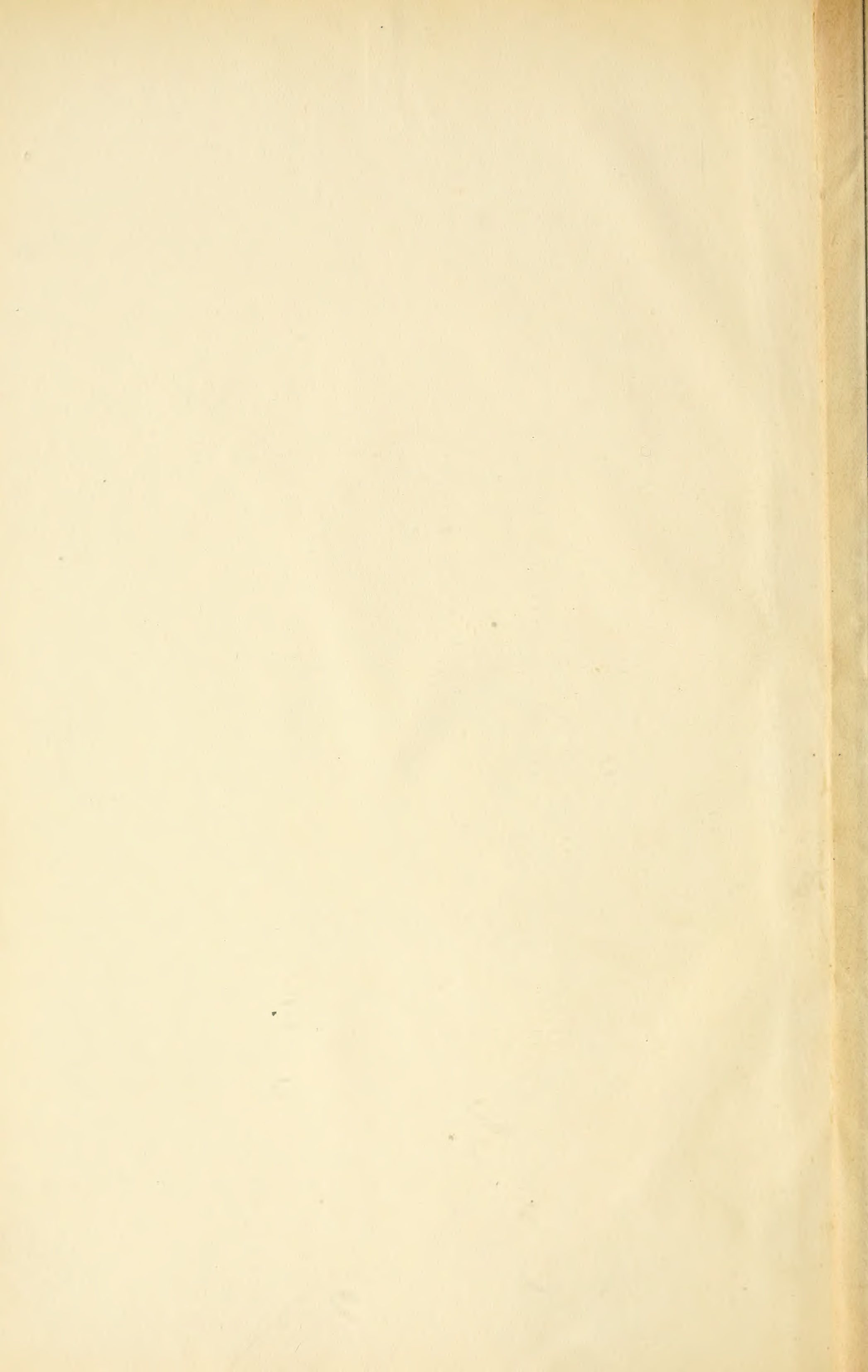
Die Währungs- und Notenbankpolitik der Republik Polen

von

DR. S. SZEPS







Die Währungs- und Notenbankpolitik der Republik Polen

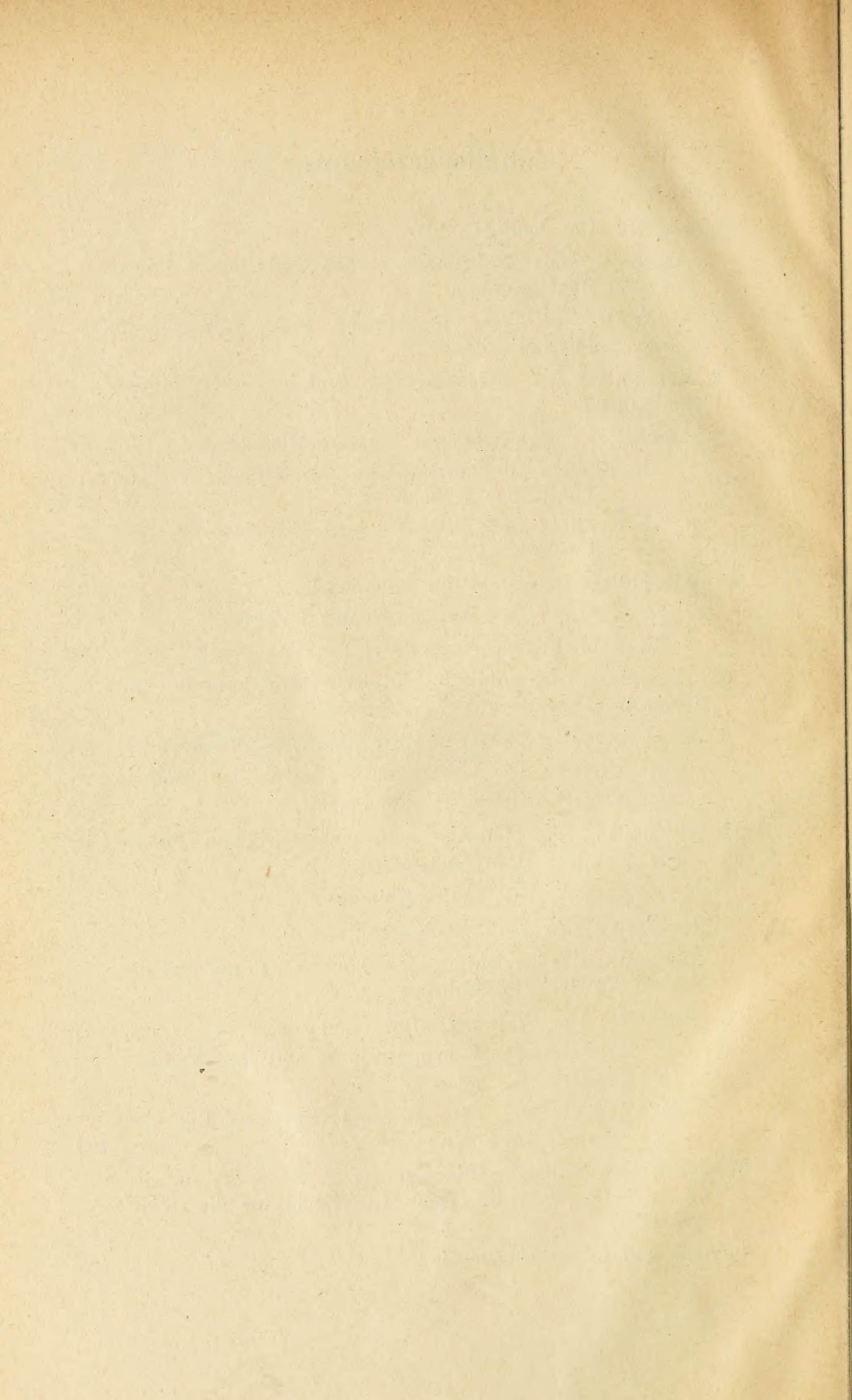
von

DR. S. SZEPS



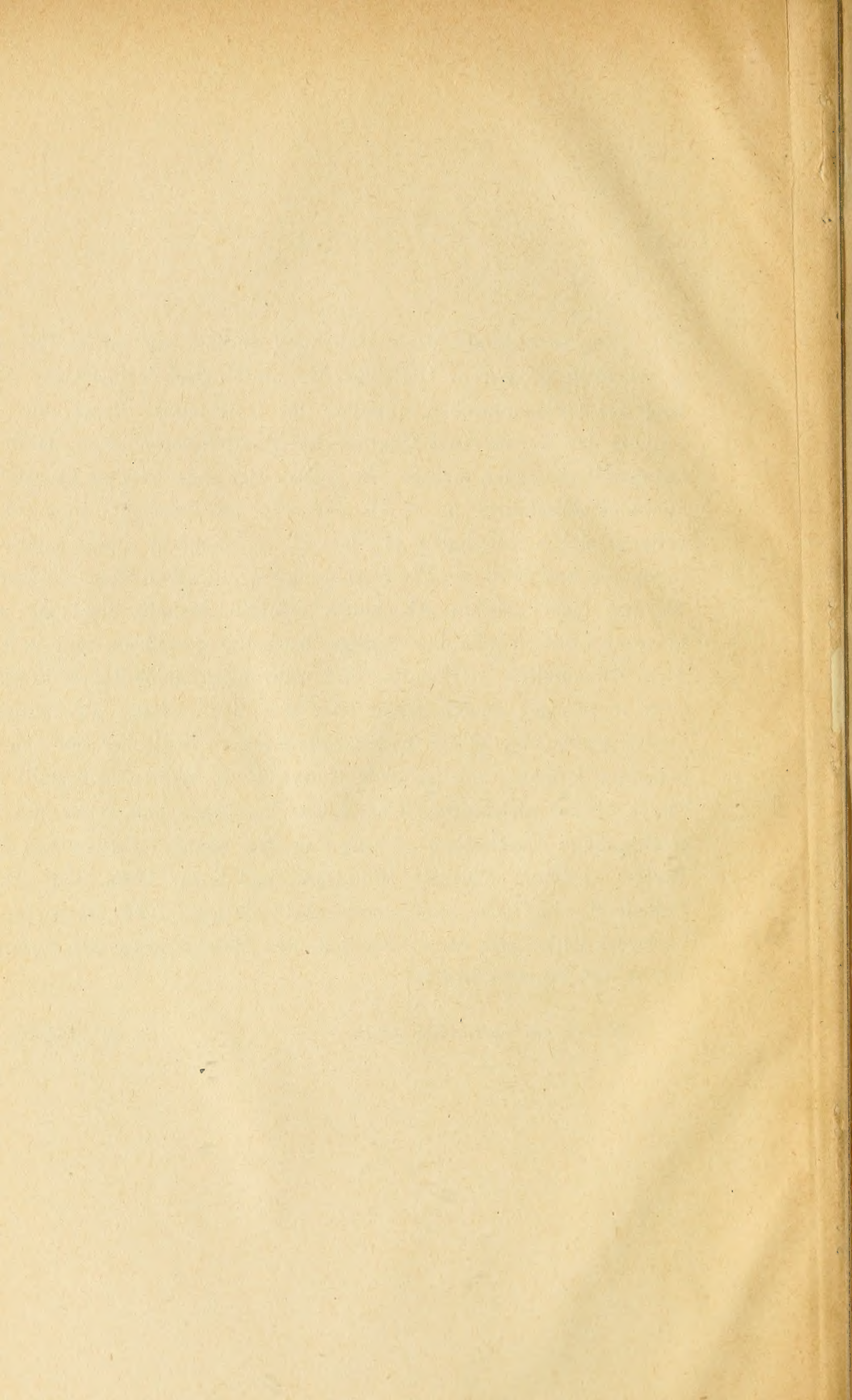
Basel
Verlag von Helbing & Lichtenhahn.
1926

Inhaltsverzeichnis.



Die vorliegende Veröffentlichung enthält nur einen Teil einer in erheblich grösserem Umfange der philologisch-historischen Abteilung der philosophischen Fakultät der Universität Basel zur Erlangung der Würde eines Doktors der Staatswissenschaften als Dissertation unterbreiteten Arbeit. In vollem Umfange werden nachstehend nur vier Abschnitte (3, 9, 10 und 11) veröffentlicht, wogegen die anderen sieben Abschnitte (1, 2, 4, 5, 6, 7 und 8) nur auszugsweise wiedergegeben werden. Die Beschränkung auf kursorische Zusammenfassung dieser sieben Abschnitte erfolgte deshalb, weil sie wirtschaftstheoretisch eine nur geringe Ausbeute gewähren, und weil die darin behandelten wirtschafts- und währungsgeschichtlichen Vorgänge zwar in weniger ausführlicher, aber den Bedürfnissen des deutschen Lesers genügender Weise in den bekannten, in deutscher Sprache vorliegenden Arbeiten von Lehnich, Hantos u. A. bereits dargestellt sind. Die in diesen Abschnitten behandelten Tatsachen haben überdies eine erschöpfende Darstellung gefunden in den beiden Werken von Prof. Taylor, „Inflacja Polska" (Polnische Inflation), 1926, und „Druga Inflacja Polska" (Die zweite polnische Inflation), 1926, die beide dem Verfasser leider erst nach Abschluss des Manuskriptes der vorliegenden Arbeit bekannt wurden.

Basel, im Dezember 1926. *S. SZEPS.*



Vorwort.

Als der Weltkrieg im Jahre 1918 zu Ende ging, war die Weltwirtschaft völlig vernichtet. Die Hoffnungen der Länder auf ein rasches Wiederaufleben der internationalen Beziehungen und den unverzüglichen Wiederaufbau der nationalen Volkswirtschaften sind nicht in Erfüllung gegangen; mit wenigen Ausnahmen kämpfen die einzelnen Länder noch immer um ihre wirtschaftliche Existenz. Sie stehen Problemen gegenüber, welche die führenden Staatsmänner aller Länder beschäftigen und in den Schriften der angesehensten Politiker und Sachverständigen auf wirtschaftlichem Gebiete behandelt werden. Allmählich scheint eine Anschauung an Geltung zu gewinnen, die zweifellos allein zur Hoffnung auf eine Besserung der Weltwirtschaftslage berechtigt. Die Ueberzeugung setzt sich durch, dass die Wirtschaft eines Landes nicht aus dem weltwirtschaftlichen Zusammenhang gelöst werden kann, dass Wirtschaftsfragen daher nach Möglichkeit unter rein ökonomischen Gesichtspunkten, unabhängig von der nationalen Politik behandelt werden müssen.

Als wichtige Vorarbeit für die Verwirklichung einer internationalen Wirtschaftssolidarität erscheint die Wiederherstellung des internationalen Zahlungsverkehrs.

Damit im engsten Zusammenhang steht die Währungsfrage. Unter der Zerrüttung der Währungen haben alle Länder, wenn auch in verschiedenem Masse zu leiden. Jeder Schritt zur Gesundung der Währung führt näher zur Wiederherstellung der zwischenstaatlichen Beziehungen. Die Staaten, deren Währungen sich von der Grundlage des Goldes losgelöst haben, versuchen nun, mit mehr oder weniger Erfolg, zu ihr zurückzukehren, denn die furchtbaren Erfahrungen des Krieges haben gezeigt, wie bedenklich es ist, das Gold aus den Währungssystemen auszuschalten. Die Loslösung vom Golde beraubt die zentralen Notenbanken, denen der Währungsschutz obliegt, der Handhaben, die sie zur Erfüllung ihrer Aufgabe benötigen. Diskontpolitik und Devisenpolitik sind ohne Bindung der Währung an das Gold nicht die

Machtfaktoren, denen sich die Wirtschaft eines Goldwährungslandes wohl oder übel fügen muss.

Ein interessantes Beispiel hierfür sind die bisherigen Erfahrungen der Republik Polen auf dem Gebiete der Währungs- und Notenbankpolitik. Zu den allgemeinen (allen kriegführenden Ländern gemeinsamen) nationalen und internationalen Schädigungen der Wirtschaft kommt bei Polen erschwerend hinzu, dass sich dieses Staatswesen erst nach dem Krieg aus 3 verschiedenen Gebieten bildete, die vorher den grössten im Weltkrieg unterlegenen Staaten angehörten.

Die vorliegende Arbeit hat sich die doppelte Aufgabe gestellt, eine historische Darstellung der Währungs- und Notenbankpolitik der Republik Polen vom Zeitpunkt der Staatsgründung bis Mitte 1926 zu geben und eine Analyse der mit der Geldschöpfung verbundenen Preiserscheinungen zu versuchen.

Die geringe zeitliche Entfernung der Vorgänge, die fortgesetzte Verflechtung wirtschaftlicher Fragen mit politischen Momenten, das Fehlen einwandfreier statistischer Nachweise, hauptsächlich für die ersten Jahre, stellten der Behandlung nicht unerhebliche Schwierigkeiten entgegen.

Weitgehende Förderung meiner Arbeit verdanke ich Herrn Prof. Julius Landmann, der mir in seinem Seminar und durch persönliche Ratschläge wertvollste Hilfe zu Teil werden liess und dessen Anregungen mir die Abfassung der vorliegenden Arbeit ermöglichten. An dieser Stelle sei auch mein verbindlichster Dank ausgedrückt, dem Vorsteher des «Oekonomischen Bureaus der Bank von Polen», Herrn Dr. Szawlewski, für die liebenswürdige Ueberlassung der Berichte der P.K.K.P., der Bank von Polen und anderer Publikationen, ferner dem Sekretär des Präsidialdepartements des Finanzministeriums, Herrn W. Brzozowski, der mir regelmässig das statistische Bulletin des Finanzministeriums, wie auch das erste Jahrbuch des Finanzministeriums für das Jahr 1924 zur Verfügung stellte. Im ferneren gilt mein Dank den Organen der Basler Universitäts-Bibliothek, insbesondere Herrn P. Guggiari.

Einleitung.

Das heutige Polen.

Der Weltkrieg hat der polnischen Volkswirtschaft schwere Wunden geschlagen, dem polnischen Volke eine Periode schwerster politischer Bedrückungen gebracht, gleichzeitig aber wurde durch den Frieden die polnische Republik geboren. Die grösste Aufgabe, die der junge Staat zu bewältigen hatte, lag in der Unifizierung dreier Teilgebiete, von denen keines voll den Bedürfnissen der Einwohner entsprach, und zwischen denen tiefgehende Interessengegensätze bestanden. Die neuen Grenzen haben die Beziehungen zwischen den drei Teilungsmächten gewaltsam zerrissen und dadurch die Finanzarterien und die Nerven der Handelsbeziehungen zerschnitten. Das Verkehrswesen hatte über die Misstände hinsichtlich des Materials hinaus (das rollende Material war ausgeführt) noch mit historisch systematischen Widerständen zu kämpfen. Die Kommunikationen besassen keinen Kontakt, da jedes der Teilgebiete in seinem Netze nach einem andern Verkehrszentrum hin orientiert war. Die Zusammenfassung dieser Systemteile zu einem organisch aufgebauten Gesamtnetz war und wird eine schwere Aufgabe sein für den Staat. Ebenso hatte die Organisation der Verwaltung zur glücklichen Lösung ihrer Aufgabe grosse Schwierigkeiten zu überwinden, da sie aus den Verwaltungsorganisationen dreier Teilgebiete zusammengesetzt war, die nach einer Trennung von mehr als 100 Jahren wieder vereinheitlicht wurden. Auch die Organisierung der Steuerbehörden und die Schaffung eines einheitlichen Steuersystems ist eine der wichtigsten und am schwersten durchzuführenden Aufgaben des Staates. Das junge Polen besitzt zweifellos wertvolle Grundlagen zu einem selbständigen Wirtschaftsleben; ein fruchtbarer, in vielen Gegenden erstklassiger Boden, grosse und wertvolle Waldbestände, Naturschätze wie Kohle und Eisen, Naphta und Erdgas, Steinsalze, Kainitlager, Wasserkräfte von grosser Stärke, sind sein eigen. Die vorhandenen Bodenschätze geben die Grundlage für

moderne Industrieen ab. Obwohl sich die Mehrzahl der polnischen Bevölkerung (65 %) mit der Landwirtschaft befasst, so ist Polen doch kein Agrarland in dem Sinne, wie etwa Ungarn, Rumänien oder Jugoslawien. Das argrare Bild Polens erfährt eine gewaltige Verschiebung dadurch, dass Polen einerseits in Kongresspolen und Galizien reiche Bodenschätze beherbergt, die eine zum Teil bedeutende Industrie ins Leben gerufen haben, und anderseits in Kongresspolen eine von aussen hereingetragene Grossindustrie (Textilindustrie) besitzt; die Blüte dieser letzteren Industrie beruhte hauptsächlich auf dem Schutz durch die hohen Zollmauern Russlands, die ihr dessen weite Absätzmärkte fast ohne Konkurrenz sicherten. Eine genaue Erfassung der Produktivität Polens würde die Aufstellung einer Wirtschaftsbilanz erfordern, für die aber wichtige Vorarbeiten fehlen. Der Prozentsatz der in der Industrie beschäftigten Arbeiter ist im Verhältnis zur Gesamtbevölkerung unbedeutend; zieht man aber andere Gesichtspunkte heran, so erscheint die Bedeutung der Industrie in der polnischen Volkswirtschaft in einem anderem Lichte. Wenn auch alle Angaben über den Produktionswert des Landes mit den nötigen Vorbehalten aufgenommen werden müssen, so geht doch aus ihnen übereinstimmend hervor, dass der Produktionswert der polnischen Industrie hinter dem der Landwirtschaft mindestens nicht zurückgeblieben ist. Somit gelangen wir mit Pietkiewicz zum Schluss, dass Polen dem Verhältnis der Produktionswerte gemäss als industriell-landwirtschaftliches Land bezeichnet werden kann. Der Wiederaufbau der polnischen Industrie ist durch Kriegs- und Nachkriegsfolgen, durch den Mangel an grossen Kapitalien, durch den Verlust der Absatzmärkte im Osten und Westen stark erschwert. Es steht ausser Zweifel, dass das heutige Polen, wiewohl es noch an historischen Krankheiten leidet, an sich wirtschaftlich auf gesunden Grundlagen beruht, und dass es seine weltwirtschaftliche Aufgabe ist, die Brücke zwischen der Wirtschaft des Ostens und der des Westens im weitesten Sinne zu bilden.

I. ABSCHNITT

Die Währungen in den Teilgebieten Polens vor der Staatsgründung.

Die im Gebiet des heutigen Polens vor der Staatsgründung umlaufenden Währungen waren Mark, Rubel und österreichische Kronen. Der Weltkrieg zerbrach die Grundpfeiler des europäischen Wirtschaftsgebäudes und entzog damit auch der Goldwährung den tragenden Boden. Deutschland, Oesterreich-Ungarn und Russland sind zu Papierwährungsländern geworden. Durch die Okkupation wurde die Zahl der umlaufenden Währungen in Polen vermehrt, indem neben den seit alters kursierenden Geldarten neue Kriegsschöpfungen auftauchten, so die verschiedenen Rubelarten der russischen Republiken, die Ostmark (die Mark der Darlehenskasse Ost) und der Ostrubel. Die deutsche Okkupationsbehörde bestimmte durch Erlass vom 13. Dezember 1916 die Errichtung der «Polnischen Landes-Darlehenskasse» Polska Krajowa Kasa Pozyczkowa, der Kürze halber stets P.K.K.P. genannt; durch sie sollten Geldmittel für die Privatwirtschaft verfügbar gemacht werden. Die Währungseinheit wurde nach dem neu zu schaffenden Staate benannt, die Noten waren gesetzliches Zahlungsmittel. Der Wirkungskreis der Darlehenskasse und zugleich das Umlaufsgebiet der Noten erstreckte sich rechtlich nur auf das Gebiet des General-Gouvernements Warschau. Oesterreich-Ungarn hat in seinem Okkupationsgebiet, dem General-Gouvernement Lublin, die österreichisch-ungarische Krone als gesetzliche Währung eingeführt und auf diese Weise binnen ganz kurzer Zeit eine Währungsgemeinschaft mit der Monarchie selbst herbeigeführt. Eine Vereinheitlichung des Vorgehens Deutschlands und Oesterreichs auf dem Gebiete der Währungspolitik kam für das besetzte Polen nicht zu Stande. Die Bauern thesaurierten den Rubel; am 14. April 1917 wird der Rubel ausser Kurs gesetzt und die polnische Mark zum alleinigen gesetzlichen Zahlungsmittel erhoben. Die polnische Mark der P.K.K.P. qualifiziert sich als «Anschlusswährung» an das deutsche Markwährungssystem.

II. ABSCHNITT

Die Vereinheitlichung der Währung im neuen polnischen Staat.

Ein vom Staatsoberhaupt erlassenes Gesetz vom 7. Dezember 1918 proklamierte die P.K.K.P. als Emmissionsinstitut für den polnischen Staat. Die Organisationsbestimmungen lassen entschieden einen Charakter des Provisoriums erkennen. An festumrissenen Deckungsbestimmungen fehlte es; § 4 der Verordnung vom 7. Dezember 1918 bestimmte ausschliesslich die polnische Mark als gesetzliches Zahlungsmittel. Formell war das deutsche Währungsgesetz zwar immer noch die Grundlage der Polenmark, in der Tat aber ging die Polenmark ihre eigenen Wege. Die Art, wie die verselbständigte neue Polenmark der alten Währung der Okkupationsbehörden angeschlossen wurde, zeigt klar, dass mit einer langen Dauer der Polenmark nicht gerechnet wurde. Dieser provisorische Charakter kam auch im Text der Noten zum Ausdruck. In den ersten Monaten der wiedergewonnenen Unabhängigkeit glaubte man allgemein, dass die Einführung einer nationalen, regulären Währung nur die Frage einer kurzen Zeit sein könne. Zunächst musste man das Wertverhältnis zwischen den verschiedenen im Umlauf befindlichen Geldzeichen und der Polenmark festlegen, um vor allem das gesamte Geldsystem auf die polnische Mark zu vereinheitlichen. Die entgegengesetzten Interessen der beteiligten Bevölkerungsschichten führten jedoch zu scharfen Auseinandersetzungen. Artikel 206 des Friedensvertrages verfügte, dass die Sukzessionsstaaten die auf ihren Gebieten umlaufenden Noten der Oesterreichisch-ungarischen Bank abstempeln und durch neues eigenes Geld ersetzen sollten. Damit erwarben die Sukzessionsstaaten gemäss § 9 des erwähnten Artikels ein Recht auf die Aktiven der Bank. Die Abstempelung der österreichischen Noten hat jedoch in Polen einen andern Verlauf genommen, als in den andern Sukzessionsstaaten. Im Gegensatz zu der in der Tschecho-Slovakei und Jugoslawien vorgenommenen Deflation durch Abstempelung von österreichisch-ungarischen Kronennoten, zog Polen diese gänzlich ein und tauschte sie im Verhältnis 100 Kr. = 70 Polenmark um, ein Umtauschverhältnis, das um 30 Punkte überwertet war. Durch Gesetz vom 20. Nov. 1919 erhielt die Polenmark im früher preussischen Teilgebiet ihre

Alleinherrschaft, und endlich wurde durch Gesetz vom 29. April 1920 dem Zarenrubel die Eigenschaft eines gesetzlichen Zahlungsmittels genommen, sämtliche Rubelforderungen waren nach dem Verhältnis 216 : 100 in Polenmark umzurechnen. So wurde Ende März 1920 eine einheitliche Währung hergestellt, und es handelte sich jetzt um ihre Stabilisierung durch ein Noteninstitut.

III. ABSCHNITT

Die Aufgaben und Funktionen der Notenbankpolitik.

Der Begriff «Notenbankpolitik» umfasst sowohl die Richtlinien für die Massnahmen des Staates hinsichtlich der Errichtung und Geschäftsführung der Notenbank — Art der Notenbank (staatliches Noteninstitut oder private Aktienbank), Umfang und Art der Notendeckung, grundsätzliche Fragen der Organisation und des staatlichen Einflusses auf die Geschäftsführung —, als auch die Mittel, welche die Notenbank selbst zur Erfüllung der ihr vom Staate zugewiesenen Aufgaben anwendet, nämlich Diskontpolitik, Devisenpolitik und Goldpolitik.

Die Bankgesetze bestimmen Menge, Deckung und Einlösbarkeit der Noten; die effektive Notenzirkulation wird von der Bank selbst nach der jeweiligen wirtschaftlichen Lage geregelt.

Die Regulierung der Notenausgabe kann erfolgen nach dem Prinzip der absoluten Kontingentierung, dann wird, wie in Frankreich, eine bestimmte ziffernmässige Höchstsumme des Notenumlaufs festgesetzt.

In den meisten Ländern wird jedoch die Höhe des Notenumlaufs in eine gewisse Beziehung zu den Metallbeständen gebracht, wobei vorwiegend zwei Systeme zur Anwendung kommen: das System der direkten oder indirekten Kontingentierung und das System der Quotendeckung. Das System der direkten Kontingentierung, das zuerst für die Regulierung der Notenausgabe der Bank von England zur Anwendung kam, besteht in der Beschränkung der metallisch nicht gedeckten Notenausgabe auf einen gewissen Höchstbetrag. Diese Methode beruht auf der Voraussetzung, dass ein gewisses Minimum von Noten sich immer in Zirkulation befinden muss, weil der Verkehr die Noten nicht entbehren kann, und dass zur Einlösung der übrigen Noten eine ihrem Betrage genau entsprechende Reserve beizuhalten ist. Bei

einer derartigen Regelung der Notenausgabe nach dieser Methode kann die Notenemission nur um den Betrag, um den der Barvorrat wächst, ansteigen. Die Elastizität, die die Notenausgabe dem gesamten Zahlungsmittelwesen verleihen sollte, ist damit sehr begrenzt. [1]) Die Bank von England vermochte nicht, in ihrem starren Festhalten an der Peel'schen Acte, ihre Notenausgabe dem wechselnden Bedarf entsprechend anzupassen; es fehlte dem englischen Zentralinstitut die unmittelbare Verbindung mit der in steten Konjunkturschwankungen begriffenen Wirtschaft. Dem grossen Nachteil mangelnder Elastizität vermochte England nur dadurch zu begegnen, dass es in Krisenzeiten die betreffende Bestimmung der Bankakte suspendierte. Die deutsche Bankgesetzgebung übernahm das englische Prinzip der Kontingentierung, erreichte aber eine grössere Elastizität der Notenzirkulation dadurch, dass sie Ueberschreitungen des Kontingents gegen Zahlung einer entsprechenden Steuer zuliess (System der indirekten Kontingentierung). Diese Besteuerung hat aber die Reichsbank kaum in ihrer Notenausgabepolitik beeinflusst. Das deutsche System war weniger starr und ermöglichte in Zeiten der Panik eine reibungslosere Abwicklung des Zahlungsverkehrs. Schumacher hat in seinem Werk über die deutsche Geldverfassung auf die unbestreitbaren Vorzüge dieser Verfassung gegenüber der englischen hingewiesen. «Wenn das Geld richtig definiert wird als eine Anweisung auf Gegenleistungen für Vorleistungen, dann entspricht eine Banknote, die auf den akzeptierten Warenwechsel gegründet ist, diesem Begriff in vollkommenem Masse, da die Leistung und Gegenleistung eng mit einander verknüpft sind, und die Note nach vermittelter Gegenleistung regelmässig sofort aus dem Umlauf verschwindet. Durch eine solche mittels des Warenwechsels angestellte organische Verbindung der Banknotenausgabe mit dem Wirtschaftsleben wird es erreicht, dass die Menge der umlaufenden Zahlungsmittel dem wechselnden Bedarf an Zahlungsmitteln automatisch sich anpasst. Je vollkommener das geschieht, um so mehr ist es ausgeschlossen, dass das Geld selbst die Preise beeinflussende Wertveränderungen erleidet und um so mehr wird die Preisbildung allein durch die Gestaltung von Angebot und Nachfrage auf dem Warenmarkt bestimmt werden. Damit ist aber aus der Banknote, von der man

[1]) Gustav Cassel: S. 382/384. 1923.

einst nicht ohne Grund befürchtete, dass sie Krisen hervorrufe, das wichtigste Krisenverhütungs- und Krisenabhilfsmittel gemacht worden.» [1])

Die gesetzliche Regelung der Notenausgabe im Verhältnis zu den Metallbeständen nach dem System der Quotendeckung besteht in der Festsetzung eines bestimmten Barvorrates zur Deckung der jeweils umlaufenden Noten. Meistens müssen 33 bis 40 % der Notenzirkulation metallisch gedeckt sein. Diese Reserve ist offenbar dazu bestimmt, in Krisenzeiten zur Einlösung der Noten zu dienen, oder eine Vermehrung der Notenausgabe über das normale Deckungsverhältnis hinaus zu ermöglichen. Die unmittelbare Begrenzung der Notenausgabe liegt in keinem Falle in den gesetzlichen Vorschriften über die Grösse der Bardeckung.

Die Deckungsvorschriften der Vorkriegszeit stellten nur einen Rahmen dar, innerhalb dessen ebenso eine gute wie eine schlechte Bankpolitik betrieben werden konnte. Die Minimaldeckung entstand in der Praxis als Regulator der Banknoteneinlösbarkeit und kann die Funktion eines unmittelbaren Masstabs für die Kreditpolitik gar nicht erfüllen. Die Deckungsvorschriften sind nach einem treffenden Ausspruch Dendixens (Währungspolitik und Geldtheorie S. 28) «nichts als eine willkürlich gesetzte Selbstbeschränkung, nur weil es an theoretischer Einsicht zu sicherer Normierung der oberen Grenze der Notenemission fehlte.»

Die Bedeutung der Deckung soll nicht verkannt werden. Sie ist aber nicht Selbstzweck, [2]) sondern lediglich das Mittel zu dem Zweck, durch ein richtig konstruiertes Deckungssystem und seine sorgsame Handhabung, den Zahlungsmittelumlauf in rationeller Weise den volkswirtschaftlichen Bedürfnissen anzupassen. Die Vorschrift der Drittelsdeckung führte zu der verhängnisvollen Vorstellung, dass die Kaufkraft der Banknote von der Grösse ihrer «Deckung» abhänge, diese Deckung daher unter allen Umständen unverletzt bleiben müsse. Man war der Ansicht, das Vorhandensein der Goldreserve verbürge das Vertrauen des In- und Auslandes in die heimische Währung und verhindere deren Ent-

[1]) Schuhmacher 1908, S. 72.

[2]) Kellenberger 1917.

wertung, anstatt im Notfalle die ganze Goldreserve[1]) zur Bezahlung eines unentbehrlichen Imports, der anders nicht beglichen werden konnte, an das Ausland abzugeben und damit ein plötzliches Emporschnellen der Wechselkurse auf das Ausland zu verhüten. Die Bedeutung der Golddeckung liegt nicht auf dem Gebiete des Binnenverkehrs, sie hat eine rein aussenwirtschaftliche Funktion. Der Goldvorrat stellt die Reservezahlkraft dar, die im Notfalle in die Zahlungsbilanz hineingeworfen wird. Die währungspolitische Bedeutung der Golddeckung des Notenumlaufs besteht darin, dass der bei einer passiven Zahlungsbilanz unvermeidliche Goldentzug durch Präsentierung der Noten technisch ermöglicht wird. Das Gold ist aber nicht nur Zahlungsmittelreserve für ein etwa eintretendes Passivum der Zahlungsbilanz, sondern dient gleichzeitig als Reservefonds, der bei zeitweiliger Schwächung der Inlandsproduktion dazu verwendet wird, den Konsumbedarf der Bevölkerung aus dem Warenreservoir des Weltmarktes zu befriedigen. Da dieser Konsumbedarf durch die Einkommensgestaltung bedingt ist, muss letzten Endes die Höhe des Goldvorrats auch zu der Einkommensgestaltung der Bevölkerung und deren Symptom, dem Geldumlauf, im richtigen Verhältnis stehen. Der Geldbedarf hängt ab von der Gestaltung der inneren Wirtschaftsbilanz, die Zahlungsbilanz ist nur das aussenwirtschaftliche Gesicht des inneren Verhältnisses von Erzeugung und Verbrauch.[2]) Die Tatsache, dass die Notenbank den Gold- und Zahlungsmittelbedarf der Wirtschaft deckt, stempelt die Notenbank zu einem Faktor, der die sicherste Garantie für die Stabilität der volkswirtschaftlichen Bilanz bietet. Notenbank-Politik ist letzten Endes Bilanz-Politik. «So oft die internationale Zahlungsbilanz eines Landes ungünstig gestellt ist, sind in den betroffenen Einzelwirtschaften persönliche Kräfte tätig, welche nach Herstellung des Gleichgewichts streben.... Die Diskontpolitik der Notenbanken hat immer nur für verhältnismässig kurze

[1]) Wenn der Inlandsmarkt versagt, so dass man sich für das überschüssige Angebot und die unversorgte Nachfrage ans Ausland wenden muss, wird es nicht ohne empfindliche Störungen abgehen und in verhältnismässig zahlreichen Einzelwirtschaften wird die Zahlungsbilanz sich ungünstig gestalten, bis endlich der Ausgleich gefunden ist. (vgl. Wieser: Grundriss S. 438).

[2]) Kovacs S. 12.

Zeiträume auszuhelfen, bis die Selbsthilfe der Einzelwirtschaften diese Gegenbewegung durchgeführt hat.» [1]) Mit dem Deckungswahn kann man heute völlig aufräumen. Der Geldwert kann nur durch die Knappheit in der Versorgung des Landes mit Zahlungsmitteln aufrecht erhalten werden, nicht aber durch irgend eine Deckung der Zahlungsmittel. Man kann allerdings sagen, dass die Verkettung der Währungssysteme mit dem Golde insoweit sinnvoll ist, als das Geldangebot dadurch beschränkt wird, (wie dies schon Ricardo erkannte); die wirkliche Begrenzung der Notenzirkulation liegt aber immer in den konkreten Bedingungen, unter denen die Noten dem Verkehr zur Verfügung gestellt werden.

Als bankpolitische Forderungen in Bezug auf die Notenausgabe ergeben sich zunächst: [2]) Schutz der Noteninhaber vor Verlusten durch Sicherung der Noteneinlösung, Herstellung eines Zahlungsmittelsystems, das sich bei Vermeidung der Gefahr übermässiger Notenausgabe dem wechselnden Geldbedarf anpasst. Folgt die Notenemission nicht in genügend elastischer Weise, so treten ökonomische Störungen ein, deren nachträgliche Korrektur ohne Erschütterung der Wirtschaft nicht erfolgen kann. Zu diesen bankpolitischen Forderungen gehört weiterhin die Verwendung von Noten in Krisenzeiten, wenn das Vertrauen zu den sonstigen Krediteinrichtungen erschüttert ist, und endlich: das Ansammeln eines Edelmetallvorrates, um die Schwankungen der Zahlungsbilanz ausgleichen und Einfluss auf die Gestaltung der Wechselkurse ausüben zu können. Im allgemeinen erscheint die Erfüllung dieser zum Teil gemeinwirtschaftlichen Aufgaben durch privatwirtschaftliche Organe nicht unbedingt gewährleistet. Die Geschichte des Bankwesens lehrt auf jeden Fall, dass es ohne die eingreifende und regelnde Hand des Staates in keinem Lande gelungen ist, die Banknotenausgabe in Uebereinstimmung mit den allgemeinen Interessen zu bringen. Aufgabe der Bankleitung ist es, im Rahmen der gesetzlichen Bestimmungen die Einlösung der Noten zu sichern. Das automatisch wirkende Prinzip eines einlöslichen Notenumlaufs arbeitet mit der Genauigkeit eines Uhrwerkes, und ohne Zweifel ist die jederzeitige Einlösbarkeit der Note — um mit Fullarton zu sprechen — eine wesentliche Be-

---

[1]) Vgl. Wieser: Grundriss, S. 438

[2]) Prion S. 154.

dingung eines jeden gesunden und brauchbaren Systems der Landesvaluta. [1]) Die Sorge um die jederzeitige Einlösbarkeit ihrer Banknoten führt die Zentralbank notwendigerweise zur Beachtung zweier für die gesamte nationale Wirtschaft höchst wichtiger Momente. [2]) Sie hat erstens zu erwägen, ob und wie weit bei einer Geldknappheit die Notenbank zunehmenden Diskontansprüchen mit Hilfe ihres Notenkredites bereitwillig entgegenkommen darf; zweitens muss die Zentralbank — deren wahres eigenes Interesse, so lange sie die Bareinlösung durchführt, hier mit dem nationalen vollkommen zusammenfällt — darüber im Klaren sein, wie sie sich gegenüber der Edelmetallarbitrage zu verhalten hat, wenn diese den von ihr verwahrten Teil des nationalen Barschatzes zur Ausfuhr in Anspruch nimmt. Die hierauf bezüglichen Massnahmen fasst man unter dem Namen Diskontpolitik zusammen.

Die Bezeichnung «Diskontpolitik» erweckt den Anschein, als ob sich die Diskontpolitik auf das Diskontgeschäft beschränke, während ihr Bezirk erheblich ausgedehnter ist. [3])

Unter Diskontpolitik im engeren Sinne versteht man die Festsetzung der Bankrate, so dass die Höhe des Diskontsatzes als Ausdruck der Bank- und Marktlage erscheint. Im weiteren Sinne ist Diskontpolitik gleichbedeutend mit Geschäftspolitik überhaupt, schliesst die ganze Regelung des Kredites und zum Teil des Notenumlaufs, also die gesamten Massnahmen einer Notenbank ein, die Summe der Grundsätze, nach denen eine Bank unter steter Berücksichtigung der banktechnischen und volkswirtschaftlichen Interessen ihr Diskontgeschäft betreibt. [4])

Die Zentralbank hat die Möglichkeit, den gesetzmässigen Ablauf des Verkehrs durch Aenderungen des Zinsfusses zu modifizieren und den automatischen Gang der inneren Konjunktur und die Bewegung der Zahlungsbilanz zu beeinflussen. Diese Fähigkeit der Zentralnotenbanken, in geordneten Verhältnissen regu-

[1]) Vgl. On the regulation of Currencies, S. 68/69, zitiert in Tooke

[2]) Lotz S. 502.

[3]) Plenge S. 429.

[4]) Landmann 1900, S. 76.

lierend auf den Geld- und Kapitalmarkt einzuwirken,[1]) ist begründet in der Stellung, die sie in Goldwährungsländern einzunehmen pflegen. Dank der ihnen zugewiesenen öffentlichen Funktionen sind sie verpflichtet und in der Lage, in ihrer Geschäftsgebarung nicht nur privatwirtschaftlichen Interessen zu folgen, sondern stets auch das öffentliche Wohl zu berücksichtigen.

Die Bemessung des Diskontsatzes ist nicht ein aus Angebot und Nachfrage sich ergebendes, einfaches Rechenexempel. Der Zinssatz für die durch Ausgabe ungedeckter Noten gewährten Kredite wird nach unten begrenzt durch die Kosten der Notenherstellung, der Bankverwaltung und durch die Rücksicht auf die Dividende des Aktienkapitals; da dieses aber mitunter im Verhältnis zum Umfang der Notenemission gering sein oder gänzlich fehlen kann, könnte die Bank schon bei sehr niedrigen Sätzen ihr Auskommen finden. Darüber hinaus sind der Notenbank Grenzen gesetzt durch die wirtschaftlichen Zwecke ihrer Diskontopolitik, die: erstens den Goldabfluss verhindern, die Parität der Wechselkurse aufrecht erhalten, und zweitens den Geldbedarf im Inlande regulieren, die Geldmenge an den Geldbedarf[2]) anpassen soll.

Ein ungünstiger Wechselkurs trägt die Tendenz zur Selbstkorrektur in sich. Aber die Selbstkorrektur erfordert unter Umständen eine Umstellung der Produktion des Landes, jedenfalls einen mehr oder weniger langen Zeitraum. Niemals sahen die Zentralnoteninstitute einem Geldabfluss aus ihren Reservoiren untätig zu. Sie waren infolge der mehr oder weniger einengenden gesetzlichen Bestimmungen auch aus rein banktechnischen Gründen zum Eingreifen gezwungen, da ihre Geldbestände stets in einem bestimmten Verhältnis zu den Verbindlichkeiten stehen mussten. Die entsprechenden Erhöhungen der offiziellen Bankrate haben sich als die einzig wirksame Massnahme zur Erhaltung der Grundlage des Geldwesens erwiesen.

Das Kriterium für eine richtige Handhabung der Diskontpolitik im allgemeinen ist in dem Stand der Wechselkurse ge-

[1]) Schwarz S. 81.

[2]) Von einem objektiv bestimmbaren Geldbedarf kann keine Rede sein, er ist eine wirtschaftspolitische Grösse. Eine Volkswirtschaft weist überhaupt keinen feststehenden Geldbedarf auf; jedes Gewichtsquantum kann den benötigten Bedarf an Geldwert darstellen.

geben. Die Wechselkurstheorie der Vorkriegszeit ging meist von der Voraussetzung aus, dass die beiden zu vergleichenden Währungen auf Gold aufgebaut seien. In den Ländern mit reiner Goldwährung war den Schwankungen des Wechselkurses, der natürlich in erster Linie von dem Verhältnis von Angebot und Nachfrage abhing, nur ein bestimmt umgrenzter Spielraum gegeben. Die Währungseinheit war hier in feste Relation zu einer bestimmten Goldgewichtseinheit gebracht, dadurch standen die Währungseinheiten aller Goldwährungsländer in einem bestimmten Verhältnis zueinander, das man als Münzparität bezeichnet. Unter Pari wird der Besitzer einer Devise diese nur verkaufen, wenn ihr Preis, den er erzielt, höher ist als die Summe, die er bei Einlösung des Wechsels im Ausland nach Abzug der Kosten einer Barsendung erhalten würde. Ebenso wird für den Käufer eines Wechsels die Parität plus Versendungskosten die äusserste lohnende Preisgrenze bilden. Sinkt der Kurs der fremden Wechsel unter die Grenze, die durch die Parität minus Bezugskosten gegeben ist (unterer Goldpunkt), so fliesst das Gold in das Land, steigt er über die durch die Parität plus Versendungskosten bestimmte Obergrenze, dann wird Gold abströmen. Beide Goldpunkte sind also innerhalb gewisser Grenzen variabel. Sie sind in jedem Augenblicke gegeben und bezeichnen die äussersten Grenzen der Schwankungen des Wechselkurses. Steigt der Kurs der fremden Wechsel über den «oberen» Goldpunkt, so wird es für die Schuldner des Auslandes (Importeure) vorteilhafter, zur Barversendung zu schreiten, statt Wechsel zu kaufen. Sofort greift die Zentralbank korrigierend ein. Sie erhöht ihren Diskontsatz; um ihre Goldbestände zu verteidigen sucht sie den Geldzinssatz mit dem Realzinssatz in Uebereinstimmung zu bringen. Durch diese Massnahme erreicht die Notenbank einerseits ein Zurückgehen der Geldbegehren; das verminderte Angebot von Wechseln hat eine Erhöhung des Wechselkurses zur Folge, das Interesse der Geldgeber des Auslandes für inländische Kapitalanlagen wird geweckt und dadurch ein direkter oder indirekter Zufluss an Edelmetall bewirkt. Die Veranlassung zum Goldexport ist beseitigt.

Die Erhöhung des Diskontsatzes führt aber im Inlande zu besonderen Erscheinungen auf dem Waren- und Effektenmarkt. Das vermehrte Angebot bewirkt eine unmittelbare Preissenkung,

der hierdurch eintretende verschärfte Konkurrenzkampf schaltet die teuer produzierenden Unternehmer aus zugunsten der billiger arbeitenden. Die Diskonterhöhung veranlasst den Unternehmer zur Einschränkung seiner Kreditnachfrage, damit seine Konkurrenzfähigkeit nicht durch eine starke Erhöhung der Produktionskosten leide. Eine Krediteinschränkung verteuert somit die Preise der Waren nicht, sondern senkt sie auf dem Umwege über die Erhöhung des Warenangebots und des Zwanges zu billigster Produktion. So oft die Zahlungsbilanz eines Landes sich ungünstig gestaltet, sind in den betroffenen Einzelwirtschaften persönliche Kräfte tätig, welche nach Herstellung des Gleichgewichts streben. Man sucht für seine Waren den Absatz, den man im Inland nicht findet, im Ausland zu gewinnen, es entstehen somit Gegenbewegungen, die mit dem Gleichgewichte der persönlichen Zahlungsbilanzen auch das der volkswirtschaftlichen Zahlungsbilanz wieder herstellen.[1]) Am stärksten tritt diese Gegenwirkung auf dem Effektenmarkt in Erscheinung. Die Reportsätze der Börse sind zweifellos vom Diskontsatze der Notenbank abhängig; die Erhöhung der offiziellen Bankrate hat ein Ansteigen der Reportsätze zur Folge und zwingt so zu starken Effektenrealisierungen, die wieder den Devisenmarkt und die Zahlungsbilanz beeinflussen. Das Endergebnis der ganzen Bewegung ist also eine gleichzeitige Einwirkung auf den Geldmarkt, den Markt der freien Kapitalien und den Warenmarkt im Sinne einer Verbilligung der Produktion und einer Verbesserung der Zahlungsbilanz. Diese Momente wirken in ihrer Gesamtheit dergestalt abschwächend auf die Nachfrage nach Auslandswechseln, dass der Druck auf dem Devisenmarkt schwindet und die Parität der Valuta wieder hergestellt ist.

Wird der Diskontsatz der Notenbank erheblich erhöht, so ist ein Folgen des Privatdiskontsatzes in der Regel unvermeidlich, da ein grosser Teil der bisher durch die Zentralbank befriedigten Kreditbedürfnisse sich dem zunächst noch billigeren privaten Geldmarkte zuwenden und dort durch Erhöhung der Nachfrage solange zinssteigernd wirken werden, bis wieder ein angemessenes Verhältnis zwischen den beiden Märkten und ihren Zinssätzen hergestellt ist. Andererseits entzieht eine Ermässigung des Banksatzes dem Geldmarkt Nachfrage und ermässigt auch dort den Zinsfuss. Bei Bemessung des Diskontsatzes muss die Bank somit

[1]) Vgl. Wieser: Grundriss, S. 438.

im Einklange mit den Marktverhältnissen bleiben; sie läuft sonst Gefahr, den Zusammenhang mit dem Markte zu verlieren, auch kann das der Bank angebotene Wechselmaterial derart anschwellen, dass eine Kreditinflation unvermeidlich wird. Je geringer die Spannung zwischen dem Börsendiskontsatz und dem Banksatz ist, umso leichter vermag die Zentralbank ihre währungs- und wirtschaftspolitischen Ziele durchzusetzen. An dieser Spannung lässt sich das Mass der Beherrschung des Marktes durch die Zentralbank ablesen und feststellen, inwieweit die Zentralbank den Grundsatz: Zu führen und nicht geführt zu werden, in der Praxis befolgt. [1])

Indessen ist es vielleicht richtiger von einer Wechselwirkung zwischen beiden Zinssätzen zu sprechen, weil oft auch Veränderungen des Marktzinses zu Verschiebungen des Banksatzes zwingen. Die oben geschilderten Wirkungen treten nicht in jedem Falle mit naturgesetzlicher Kraft ein, sondern kommen von Land zu Land, von Zeit zu Zeit je nach den besonderen Verhältnissen verschieden zur Geltung.

So wurden jederzeit durch Goldverschiffungen Spannungen in der Zahlungsbilanz automatisch ausgeglichen, während die Diskontpolitik der Notenbanken dafür sorgte, dass ihr Goldabfluss keine beunruhigenden Dimensionen annahm. [2]) Das Gold hat die Staaten gewissermassen zu einem Parallelismus in der Geldschöpfung gezwungen. [3]) Erlaubte sich ein Staat bei der Umlaufsmittelausgabe mehr Freiheiten als die anderen, dann ereilte ihn die Strafe der «passiven Zahlungsbilanz», die Strafe des Goldabflusses, die, wie Pigou sagt, die Notenbanken trifft, wenn sie nicht rechtzeitig den Diskontsatz erhöhen. Die Uebereinstimmung der Geldschöpfungsgrundsätze in den Goldwährungsländern vor dem Kriege musste notwendigerweise zu einem Parallelismus der Preisentwicklung führen, der wiederum die Voraussetzung der Stabilität der Kurse war. Der Zweck der Bareinlösung war: den Zusammenhang zwischen dem Binnen- und Weltmarktniveau auf-

[1]) Landmann 1900, S. 71.

[2]) Voraussetzung für das richtige Funktionieren der Goldwährung ist daher eine absolute Freizügigkeit des Goldes.

[3]) Machlup S. 19.

recht zu erhalten; die Diskontpolitik hatte dafür Sorge zu tragen, dass das «Kreditprinzip auf das Umtauschprinzip Rücksicht nimmt und der Parallelismus der Geldschöpfungsintensität der verschiedenen Länder erhalten bleibt.»[1]) Im Vordergrund aller Diskontpolitik stand somit das Preisproblem. Wenn jedoch die Notenbankleiter sich vor dem Kriege mit dem Preisproblem direkt meist zu wenig beschäftigten, und das Preisproblem als notenbankpolitisches Kriterium nicht in Frage kam, ja wenn sogar die Wissenschaft die direkte Bedeutung der «Preise» für die Diskontpolitik stiefmütterlich behandelt hat,[2]) so lag dies nicht am Mangel an Einsicht für diese Probleme, sondern an der Rückständigkeit der seither besser entwickelten Indexmethoden, an der «schwierigen Erfassbarkeit dieser Indizien».[3]) Der am «Deckungsverhältnis»,[4]) am Stand der Reserven und an der Abnahme des Goldbestandes orientierten Notenbankpolitik wohnte eine in gewissem Grade mechanische Denkweise inne. Wir wollen aber nicht den Stab über diese «mechanische Diskontpolitik»[5]) brechen, denn selbst eine gegebenenfalls falsch gerichtete Geld- und Kreditpolitik mit ungesunder Auswirkung auf Produktion, Handel und Preisgestaltung erfuhr, wie oben dargelegt wurde, durch die automatischen Wirkungen der Goldwährung eine Korrektur. Auch schützte die Einstellung der Bankpolitik auf die Wechselkurse das Preisniveau jedes Landes vor Inflation (mit

---

[1]) Vgl. Machlup, S. 158, 171.

[2]) Ein Kritiker wirft dem Plenge'schen Buche: Von der Diskontpolitik etc. die Ausserachtlassung der Preisprobleme vor.

[3]) Vgl. Machlup, S. 154.

[4]) Plenge, S. 80.

[5]) Auf das «Warum» des Automatismus der Vorkriegsdiskontpolitok kann des näheren im Rahmen unserer Arbeit nicht eingegangen werden, es sei nur gesagt, dass die Wiege der modernen Diskontpolitik England zur Zeit der klassischen Nationalökonomie ist und dass an der Klarlegung ihrer Prinzipien Männer wie Ricardo einen wesentlichen Anteil haben. Auf diejenige Diskontpolitik, die sich nicht nur am Stand der Reserven und an der Abnahme des Goldbestandes orientiert, der das Wirtschaftsleben mit der Gesamtheit seiner komplizierten Erscheinungen als Wegweiser dient, auf die Diskontpolitik, die wir als «organische» bezeichnen wollen, soll noch weiter unten eingegangen werden.

Ausnahme der sog. Goldinflation) und wirkte Preisschwankungen automatisch entgegen. Wenn die Bankpolitik nicht unmittelbar auf die Beeinflussung des Preisniveaus ausging, so heisst das keineswegs, dass das Preisniveau von ihren Auswirkungen nicht berührt wurde. Aehnlich war die Notenbankpolitik der Vorkriegszeit an allgemeinen volkswirtschaftlichen und politischen Symptomen nur mittelbar [1]) orientiert. Aufgabe der Bankpolitik der Gegenwart ist, in ein unmittelbares Verhältnis zu diesen Problemen zu treten. Ein aufmerksames Studium der Währungsgeschichte zeigt denn auch deutlich, dass dank der gemeinsamen Währungsgrundlage die europäischen Kulturvölker zu jener Blüte gelangt sind, die sie vor Beginn des Weltkrieges aufzuweisen hatten.

Aber das Mittel der Diskontpolitik hatte einen Nachteil, die hohen Sätze belasteten die heimische Volkswirtschaft und bewirkten keine dauernde, sondern nur eine vorübergehende Zuleitung von Gold. [2]) Die Massnahmen der Diskontpolitik sind stets, auch wenn sie als Schutzmittel gegen die Ansprüche des Auslandes angewandt werden, für das innere Wirtschaftsleben eines Landes von weittragender Bedeutung. Sie wirken, je nachdem eine Erhöhung oder Ermässigung des Diskontsatzes stattfindet, störend oder fördernd in erster Linie auf die Kreditbedürftigen Kreise und beeinflussen vielfach auch Teile der Volkswirtschaft, die mit den Diskontveränderungen unmittelbar nichts zu tun haben. Je mehr daher die Geldmarktverhältnisse eines Landes von der Gestaltung der Auslandsmärkte abhängen, um so stärker entsteht das Bedürfnis nach Hilfsmitteln, welche geeignet sind, die Massnahmen der Diskontpolitik wenigstens zeitweise erfolgreich zu ersetzen, ohne nachteilige Rückwirkungen auf die Bewegungen des einheimischen Wirtschaftslebens auszuüben. Zwischen den beginnenden Goldabfluss und die Anwendung des wirksamsten Gegenmittles, der Diskonterhöhung, schiebt sich nun gewissermassen vermittelnd die Devisenpolitik ein. Sobald bei der Zentralbank grössere Bargeldentnahmen erfolgen, vermag sie auf Grund ihres Bestandes an Auslandswechseln die entsprechenden Gegen-

---

[1]) Vgl. Schumpeter Archiv 54, S. 298.

[2]) Landmann 1909, S. 26.

massnahmen auszuführen, indem sie das in Devisen angelegte Kapital in Gestalt von Gold und Silber aus dem Ausland heranzieht. Auf diese Weise ist es bei einer Rückwirkung der Geldmarktverhältnisse des Auslandes auf die Gestaltung des heimischen Marktes möglich, eine Diskonterhöhung im Interesse des einheimischen Wirtschaftslebens aufzuschieben oder gar hintanzuhalten. Somit zeigt sich die Devisenpolitik, deren Hauptzweck eine Beeinflussung der fremden Wechselkurse und Verhinderung eines Ansteigens der Kurse über den Goldpunkt [1]) bildet, als wirksames Hilfsmittel zur Unterstützung der Diskontpolitik und trägt dazu bei, der Diskontregelung einer Notenbank ein gewisses Mass von Stetigkeit zu verleihen.

Freilich vermag selbst die mächtigste Notenbank mit diesen Massnahmen nicht auf die Dauer, die internationalen Goldbewegungen zu beeinflussen, denn diese bilden den letzten Ausgleich der Zahlungsbilanz und sind daher nicht ganz zu entbehren. Die Devisenpolitik kann nur dem Kurse eine grössere Stetigkeit verleihen und ein überflüssiges Hin- und Hersenden des Geldes vermeiden. Sie leistet im Prinzip dasselbe wie die börsenmässige Devisenspekulation, funktioniert aber — im Unterschied zur letzteren — unter Umständen auch ohne Gewinnrücksichten.

Die Devisenpolitik kann selbst bei geringem Devisenportefeuille für die Zwecke der Exodromie ausreichen, soweit das Tempo der Diskontpolitik im Einklang mit der Wirtschaftsentwicklung steht. Nur dann wird der intervalutarische Kurs stets unter dem Goldausfuhrpunkt bleiben. Anderenfalls sind gelegentliche oder auch ständig wiederkehrende Goldexporte erforderlich, dann bleibt nur noch die Diskonderhöhung übrig, denn „sie ist doch als letztes und wirksamstes Mittel zur Erhaltung und Verteidigung der Währung eines Landes unentbehrlich." [2]) Exodromisch also leistet die Diskontpolitik erheblich mehr als die Devisenpolitik; sie findet sich mit der Zahlungsbilanz nicht einfach ab, sondern korrigiert sie. Am treffendsten wird die Devisenpolitik als ein „Hilfsmittel der Diskontpolitik", als „Ergänzung und Korrektiv der Diskontpolitik" zu bezeichnen sein. [3]) Die Vorbedingung für eine systematische Devisenpolitik ist ein wenigstens im Durchschnitt mehrerer Jahre bestehendes Aktivum der Zahlungsbilanz.

---

[1]) Landmann 1909, S. 30.

[2]) Schuhmacher 1908, S. 169.

[3]) Schwarz. S. 25, Landmann 1909, S. 28.

Die Nachteile der häufigen und starken Schwankungen des Diskontsatzes, die aus der „auswärtigen" Diskontpolitik sich ergeben, haben eine Politik der sog. kleinen Mittel veranlasst. Hierzu gehören [1]): direkte Abwehr durch Zensurierung und Rationierung der Wechselkredite, eine strenge Auswahl der Kreditgesuche, Zurückweisung von Finanzwechseln, Bevorzugung kurzfristiger Wechsel; weiterhin vor allem jene Massnahmen, die der Festhaltung oder Beschaffung von Gold dienen, wie Gewährung von zinsfreien Vorschüssen auf Gold oder andere indirekte Erhöhungen des Goldankaufspreises.

Neben der oben besprochenen Devisenpolitik spielt in diesem Zusammenhange eine besondere Rolle die sog. Prämienpolitik, bei der die Goldreserven der Banken dadurch geschützt werden, dass Gold für den Export nur gegen Zahlung einer Prämie erhältlich ist. [2]) Sobald eine Goldprämie eingeführt wird, können die Wechselkurse auf das Ausland über die normalen Goldpunkte hinaus steigen; die Goldprämienpolitik hat zur Folge, dass statt der Diskontsätze die Wechselkurse schwanken. Für die Gestaltung der Zahlungsbilanz ist eine solche Goldprämie bedeutungslos, da sie selbstverständlich nicht verhindern kann, dass bei einem ungünstigen Stand der Zahlungsbilanz die Wechselkurse auf das Ausland sich bis zu einem Punkte verschlechtern, bei welchem der Goldexport lohnen würde, wenn Gold ohne weiteres zu haben wäre. Ebenso bedeutungslos wie für die Zahlungsbilanz ist eine solche Goldprämie für den Schutz der Goldreserve. Die Anwendung der Prämienpolitik kann nur den Erfolg haben, dass sie eine durch die Situation des internationalen Goldmarktes notwendig gewordene Diskonterhöhung für kurze Zeit hinausschiebt.

So übte im Grossen und Ganzen das Gold seine Funktion als Masstab der Preise und internationales Austauschmittel bis zum Kriegsausbruch in zufriedenstellender Weise aus. Die Weltgoldwährung entspricht den Bedürfnissen des internationalen Tauschverkehrs, wie er sich in der kapitalistischen Gesellschaftsordnung vor dem Kriege ausgebildet hatte. Innerhalb der grossen Volks-

[1]) Prion, S. 162.

[2]) Diese Politik kann natürlich nur im System hinkender Goldwährung (Doppelwährung mit gesperrter Silberprägung) gehandhabt werden. Obwohl die Prämienpolitik nur noch historische Bedeutung hat, kann sie dennoch aktuell werden; in Ländern, die zwar zur Goldwährung zurückkehren, in denen aber die Einlösbarkeit der Noten in Gold noch nicht statuiert ist.

wirtschaftlichen Gebilde hatte sich das richtige Verhältnis zwischen Zahlungsmittelumlauf und der Güterproduktion herausgebildet und im internationalen Austausch regelte die Diskontpolitik gegebenenfalls die Versendung von Gold das Gleichgewicht zwischen den inneren und äusseren Preisen.

Die Menge des in die grossen Zentralbanken strömenden und durch diese dem Verkehre (teils unmittelbar, teils mittelbar im Wege der als Geldsurrogate verwendeten Banknoten) dienstbar gemachten Goldes war durch die Rentabilität der Goldproduktion, also durch ein objektives Moment bestimmt. Die Unabhängigkeit der Währung von Einflüssen, die mit der staatlichen Finanzpolitik zusammenhängen, war wohl einer der grössten Vorzüge der Goldwährung. Unter dem Regime der Goldwährung konnte der Staat das Münzregal nicht für seine fiskalischen Bedürfnisse missbrauchen. Jede Willkür war durch die Verkettung des Banknotenumlaufs mit dem Golde ausgeschaltet, die Kaufkraft des Geldes wurde einzig und allein durch Umstände bedingt, die ausserhalb des Machtbereiches der Regierungen und politischen Parteien lagen. Es bestand im ganzen eine elastische, internationale Geldverfassung, die begünstigt wurde durch den freien Verkehr, der sowohl im Inneren der einzelnen Wirtschaftsgebiete als auch zwischen den Staaten herrschte. Ein mit Hilfe von Diskont- und Devisenpolitik fein durchgebildetes Währungs- und Kreditsystem überwand so vortrefflich Raum und Zeit, dass die Behandlung der Währung zu fachmännischer Routine herabsank.

Mit dem Kriegsausbruch zerriss die internationale Verkettung des Zahlungsausgleiches auf Grund der Goldwährung. Die Gesetze über das Deckungsverhältnis der Notenzirkulation wurden ausser Kraft gesetzt, an Stelle des Goldes auch Schatzwechsel, Kassenscheine und ähnliche Schuldverschreibungen des Staates als Deckung zugelassen; wo eine obere Emissionsgrenze bestand, erfuhr sie bedeutende Erhöhungen. Auch wurde schon in der ersten Kriegsperiode der Goldarbitrage durch den Erlass von Goldausfuhrverboten rechtlich ein Riegel vorgeschoben. Gleichzeitig verschwand alles Edelmetall aus der Zirkulation, so dass der Export von Gold praktisch unmöglich wurde. Damit war die Goldwährung de facto abgeschafft, das Band, welches die verschiedenen Valuten miteinander verknüpft hatte, zerschnitten und der Inflation Tür und Tor geöffnet. Den Kursschwankungen waren

keine Grenzen mehr gesetzt und so schlugen sie denn auch in der Folge die abenteuerlichsten Kurven ein. Sobald kein gemeinsamer metallischer Münzfuss mehr bestand, und jedes Land seine eigene Papiervaluta besass, wurde das Preisniveau eines jeden Landes zu einem selbständigen Faktor, der von dem Preisniveau in den andern Ländern unbeeinflusst blieb.[1]) Sämtliche europäischen Zentralnotenbanken wurden der Pflicht zur Bareinlösung enthoben und die Noten — soweit dies noch nicht der Fall war — zu gesetzlichen Zahlungsmitteln erklärt. Durch die Deklaration der Banknote als gesetzliches und definitives Zahlungsmittel wandelten sich die Währungen in Papierwährungen um. Das Problem der Diskontpolitik ist mit dem Geldproblem aufs engste verknüpft. Die Vorgänge des letzten Jahrzehnts haben ganz einwandfrei das Versagen der Diskontpolitik gegenüber der abnormalen Lage der Dinge erwiesen. „Zwar besteht auch in Papierwährungsländern die Aufgabe, den Geldbedarf zu regulieren, und müsste hier .... sogar schwieriger sein als in Goldwährungsländern, also stärkere Anspannung der Diskontpolitik erfordern. Aber die Zentralbank wird hier der ihr sonst obliegenden Aufgabe enthoben, denn die Aufgabe des Währungsschutzes ist fortgefallen."[2]) Eine Diskontpolitik, die auf den internationalen Markt keine Rücksicht zu nehmen braucht, vermag auch ihren Einfluss auf den inneren Geldmarkt nicht mehr zu wahren. So sind die Grundsätbe der Diskontpolitik preisgegeben worden, da seit August 1914 ihre Triebkraft, die Regelung der Wechselkurse fehlte, denn man kann wohl kaum die Befriedigung des staatlichen Kreditbedarfes als Diskontpolitik und die ungerechtfertigten Veränderungen der Geldeinkommen als normale Notenbankpolitik bezeichnen.[3]) Die Beschränkung des Notenumlaufs dadurch, dass (auch wenn wir von Finanz- und Schatzwechseln ganz absehen) Warenwechsel im engeren Sinne angenommen werden, reicht als Mittel der Geldwertpolitik nicht aus. Erst durch die Kombination

[1]) Cassel 1921. S. 14.

[2]) Wagemann, S. 735—737.

[3]) Den Notenumlauf richtig bemessen heisst doch nichts anderes als das gegebene Verhältnis zwischen Real- und Geldeinkommen nicht durch ungerechtfertigte Veränderungen verschieben; das Preisniveau eines Landes und damit die Grösse seiner Geldwerteinheit ergibt sich im wesentlichen aus dem Verhältnis zwischen dem Realeinkommen seiner Bürger und ihrem Geldeinkommen.

der Auswahl des Diskontmaterials mit der Zinsfusspolitik kann die Notenbank Herrschaft über den Geldmarkt gewinnen und wirksame Geldwertpolitik betreiben. So beschwor die Preisgabe altbewährter wissenschaftlicher Prinzipien das Unglück herauf. Es ist unbegreiflich, wie man da noch behaupten kann: „Der absolute Mangel an wissenschaftlichen Richtlinien für die Politik der Papiergeldwährung muss uns vor dem Volk entschuldigen; wir sind gedeckt durch die Rückständigkeit der Wissenschaft!" [1])

Wie sich die inneren Verhältnisse des Geldwesens nach Ausbruch des Krieges gestaltet haben, soll am Beispiel der polnischen Währungs- und Diskontpolitik im weiteren Verlaufe dieser Arbeit dargelegt werden. Der Zusammenbruch des Geldwesens trat in einer ganzen Reihe der europäischen Staaten schnell genug ein. Die alles voraussehbare Mass überschreitende Inflation der Kriegs- und Nachkriegszeit hat ein Chaos ohnegleichen, eine der fruchtbarsten Weltwirtschaftskatastrophen heraufbeschworen.

Erst im Spätsommer 1920 wurde unter dem Eindruck des allgemeinen Zusammenbruchs, zu dem die Finanzierungsmethoden der Kriegs- und Nachkriegsjahre geführt hatten, der erste Versuch zu einer Rückkehr zu den bewährten Prinzipien der Vorkriegszeit unternommen. Die Brüsseler Finanzkonferenz vom September 1920 erklärte in einstimmig angenommenen Resolutionen zum ersten Mal wieder, dass die Gesundung der Währungsverhältnisse eine radikale Abkehr von jeglicher Inflation zur Voraussetzung habe, und dass daher vor allem die staatlichen Budgets ins Gleichgewicht gebracht werden müssten. Nach erfolgter Sanierung der öffentlichen Finanzen sei die Landeswährung wieder in ein festes Verhältnis zum Golde zu bringen, [2]) wobei es den einzelnen Staaten überlassen bleibe, ob eine neue Parität geschaffen oder ob nach und nach auf dem Wege langsamer progressiver Deflation die alte gesetzliche Parität der Währung wieder zu Grunde gelegt werden solle. Die Postulate der Brüsseler Finanzkonferenz wurden zwar einstimmig angenommen, aber nur von verhältnismässig wenig Staaten mit der nötigen Energie durchgeführt. [3]) Im Frühjahr 1922 trat die Wirtschaftskonferenz von Genua zusammen. Die in Genua gefassten Beschlüsse währungs-

[1]) Gesell.

[2]) Eine Stabilierung der Landeswährung kann aber auch vor der Sanierung der öffentlichen Finanzen erfolgen.

[3]) Vgl. Bruxelles 1920, Bruxelles 1922.

politischen Inhalts befürworten wohl, wie diejenigen der Brüsseler Konferenz, die Rückkehr zu einer auf Gold basierten Währung und wenden sich kategorisch gegen jede Inflation, die Methode jedoch, durch welche das angestrebte Resultat erreicht werden soll, ist nicht mehr die progressive Deflation, das Endziel nicht mehr die Rückkehr zur früheren gesetzlichen Goldparität. Vielmehr wird ausdrücklich anerkannt, dass dieses Ziel in absehbarer Zeit nur von den verhältnismässig wenigen Ländern erreicht werden könne, deren Valuten bereits damals (im April 1922) die gesetzliche Parität nahezu wieder erlangt hatten. Für alle übrigen Staaten aber müsse das Ziel der Währungspolitik die Stabilisierung ihrer Valuta im Verhältnis zum Golde unter Dekretierung einer neuen gesetzlichen Parität sein: „La condition essentielle de la reconstruction économique de l'Europe est que chaque pays parvienne à stabiliser la valeur de sa monnaie." (Resolution 1). Die neue gesetzliche Parität könne erst dann definitiv festgelegt werden, wenn einmal die staatlichen Finanzen im Gleichgewicht und die Gefahr einer neuerlichen Beanspruchung der Notenpresse endgültig gebannt sei.

So bestehen in den verschiedenen Ländern zwei Meinungen über die wünschenswerte Gestaltung der Währungsreform: Stabilisierung auf dem gegenwärtigen Niveau oder Wiederherstellung der Goldparität von 1914. Als praktisches Programm kommt im allgemeinen die Stabilierung der Währung auf dem einmal erreichten Niveau in Betracht, denn die Wiederherstellung der Goldparität ist möglich nur in Ländern, die sich der alten Goldparität so weit näherten (Ende 1924) wie England, die Schweiz [1])

[1]) Mit dem Erlass des Bundesratbeschlusses vom 30. Juli 1914 wurde die schweizerische Nationalbanknote zum gesetzlichen Zahlungsmittel, und zugleich wurde die Nationalbank der gesetzlichen Verpflichtung zur Bareinlösung ihrer Banknoten enthoben. Damit wurde die Nationalbanknote zu obligatorischem und definitivem Geld, und die schweizerische Währung, bis dahin hinkende Goldwährung, zu einer Papierwährung. Die Aufhebung dieses Beschlusses (« Wiederaufnahme der Bareinlösung durch die Nationalbank ») steht im Zentrum aller heutigen währungspolitischen Diskussionen in der Schweiz. Die Schweiz betrachtet die lateinische Münzunion auf den 1. Januar 1927 als aufgelöst, da die letztere nach dem erfolgten Austritt Belgiens hinfällig geworden sei. Die Agiotage mit fremden Goldmünzen wird aufhören und der schweizerische Münzumlauf wird vom Kupfer bis zum Gold nationalisiert sein.

Sodann wird auch der formelle Uebergang der Schweiz zur Gold-

und Holland; Deflation bedeutet vorübergehenden Niedergang der industriellen Konjunktur, verminderte Arbeitsgelegenheit oder Arbeitslosigkeit, Schwächung der Konsumfähigkeit der Bevölkerung. Es ist deshalb in jedem einzelnen Falle zu erwägen, ob eine auf die Aufwärtsbewegung des Geldwertes gerichtete Politik im richtigen Verhältnis mit der Widerstandsfähigkeit des betreffenden Landes steht. [1]) Die meisten Sachverständigen sind zur Ueberzeugung gelangt, dass die Rückkehr zur alten Parität auf dem Wege der Deflation ohne tiefgreifende Störungen nur in Ländern bewerkstelligt werden kann, deren Valuta einer Entwertung von höchstens 20 bis 30 % ausgesetzt gewesen ist. [2]) Bei relativ geringer Wertverminderung der Währungseinheit wird sie Zurückführung des Geldwertes auf das frühere Niveau schon im Interesse der wirtschaftlichen und Rechtskontinuität geboten sein und zur Erweiterung und Stabilisierung des Weltgoldwährungssystems beitragen. Aber auch alle anderen Länder können nach erfolgter Stabilierung ihrer Papierwährung, diese an das Goldwährungssystem anknüpfen. Bei einer Devalvierung oder Devalvation der Währung, d. h. Feststellung einer neuen Goldparität, die dem stabilisierten Wert der Papierwährung entspricht, wird die Herabsetzung des Goldgewichtes der bisherigen Geldeinheit mit Rücksicht auf die Höhe des Disagios, welches das nationale Geld aufweist, erfolgen müssen. [3]) Einer endgültigen Stabilierung des Geldwertes muss eine Periode vollkommen freien Geld- und Güterverkehrs vorausgehen. Man muss heute den Mut haben, die bestehende Sachlage anerkennen und alle Hoffnungen auf ein Wunder, durch das die alte Goldparität wieder hergestellt würde, endlich fallen zu

---

währung stattfinden müssen, wodurch die Fünffrankenstücke ihres Charakters als Währungsgeld entkleidet werden. Diese Frage ist jedoch nicht sehr aktuell, da die Rückgabe der Fünffrankenstücke (aus der Nationalisierung des Umlaufs) bis zum Jahre 1932 dauern soll. Die Einlösbarkeit der Nationalbanknoten kann erst statuiert werden, wenn der formelle Uebergang zur Goldwährung bereits vollzogen ist. Erst bei Aufhebung der lateinischen Münzunion wird sich entscheiden, ob das Fünffrankenstück zur Scheidemünze degradiert wird. Es gibt also noch eine schweizerische Währungsfrage, die der Lösung harrt.

[1]) Spitzmüller, S. 68.

[2]) Lewinski 1923, S. 228.

[3]) Lexis.

lassen. Vier Jahre sind seit der grossen internationalen Zusammenkunft in Genua verflossen und wir sind noch weit von einer Verwirklichung ihrer Beschlüsse entfernt. Manche Länder erklärten feierlich, dass sie die alte Goldparität wiederherstellen wollen, dass eine Devalvation unvereinbar mit ihrer nationalen Würde sei. [1]) Es fehlt mithin noch manchen Staaten der politische Mut, ihre Währungen zu stabilisieren. Aber „alle Länder haben ein grosses gemeinsames Interesse am Wiederaufblühen des Welthandels und der Weltproduktion und somit auch ein gemeinsames Interesse daran, dass das internationale Zahlungswesen sobald als möglich ein festes Fundament bekommt, was nur dadurch geschehen kann, dass die einzelnen Länder ihren Geldwert stabili-

[1]) Eine Deflation in Frankreich brächte eine derartige Vergrösserung der Staatsschuld, dass ein Staatsbankerott unvermeidlich wäre. Auch eine vorsichtige, vielleicht auf zehn Jahre verteilte Deflation, welche die Preise um etwa 100 pct senken sollte, müsste zur Stagnation des Wirtschaftslebens führen. In weiten Kreisen des französischen Volkes herrscht nach wie vor die Auffassung, dass eine Zurückführung des Frankens auf Goldparität noch möglich sei. Diese Aufgabe zu lösen wird man keinem französischen Minister zumuten können. Im Buche: « The financial Crisis of France » hält Peel eine Rückkehr zum Goldstandard für unmöglich: « It (der Goldstandard) postulates, but does not produce, sound finance, it ist the crown vather, than the cause, of financial stability. » Das franz. Expertenkomitee hat in seinem Expertengutachten einstimmig beschlossen, die Stabilierung auf einem vom gegenwärtigen Kursverhältnis nicht sehr verschiedenen Niveau zu empfehlen. Das Expertengutachten hält zunächst eine Periode der Vorstabilierung für notwendig, um durch geschicktes Abtasten den Punkt herauszufinden, an dem die Stabilierung vollzogen werden soll. Auch muss vorgängig der endgültigen Stabilierung einige Zeit schon das Budget im Gleichgewicht, die Kassabereitschaft gesichert, die schwebende Schuld konsolidiert, die Zahlungsbilanz normal, die Devisen- und Goldvorräte genügend sein. Das Expertengutachten sieht von jeder Gewaltmassnahme zur Konsolidierung der schwebenden Schuld ab. Die Mittel zur Konsolidierung empfiehlt das Expertenkomitee im Auslande zu suchen; die ausgewanderten französischen Kapitalien werden erst zurückkehren, wenn die Sanierung perfekt ist. Schon die Regierung Briand-Caillaux nahm den Expertenplan am 3. Juli dieses Jahres an, doch war es dem neuen Kabinett Poincaré möglich, seine Durchführung ins Werk zu setzen. Die Regierung versucht bis zu einem gewissen Grade eine Deflation, bevor sie endgültig stabilisiert. Nur in der Frage der Auslandskredite scheint die Regierung noch zu zögern. Es wäre - meint Gaston Jèze, einer der dreizehn Experten - ein enormer Fehler, wenn die Ratifikation der Bérenger-Mellon und Péret-Churchill Abkommen, welche schon so lange im Vordergrunde der internationalen Politik steht, nicht erfolgen würde.

sieren und dass hierdurch die Wechselkurse zwischen den verschiedenen Ländern ein festes Gleichgewicht bekommen. Kein Land darf sich abseits stellen und darauf rechnen, dass die allgemeine Stabilisierung von den übrigen Ländern durchgeführt werde. Sobald als möglich seiner Währung einen festen Wert zu geben, ist daher für jedes Land eine Pflicht, welche es im Interesse der Weltwirtschaft erfüllen muss." [1])

Die Basis der banktechnischen Massnahmen zur Stabilisierung des inneren Geldwertes bildet: die Unterbindung jeder Geldschöpfung im Dienste des Staates. Voraussetzung hierfür aber ist die Bilanzierung des Budgets. Die äusserste Anspannung der Steuerkraft mit bedenklichen Konsequenzen ist nicht zu umgehen. „Jetzt .... sind wir nahe daran .... zu einer Ordnung des Geldwesens zurückzukehren, die um so besser sein wird, je weniger sie sich von der Ordnung unterscheiden wird, die vor dem unseligen Krieg geherrscht hat." [2]) Man braucht nicht die alteingebürgerte Meinung zu teilen, dass nirgends konservative Auffassungen so angebracht seien, wie im Währungswesen, um den „Schönheitsfehler" [3]) der Vorkriegsgoldwährung in Abrede zu stellen. Gewiss hat die Goldwährung das unerreichbare Ideal der Unveränderlichkeit des inneren objektiven Tauschwertes des Goldes nicht erreicht, gewiss konnte sie nicht die Fluktuationen des Preisniveaus verhindern. [4]) Aber „dies kann keiner Massregel gelingen, die stetig sinkende Kaufkraft des Geldes ist eine We-

---

[1]) Cassel 1924. S. 278.

[2]) v. Mises, S. 420.

[3]) Auf die Zweckmässigkeit oder Unzweckmässigkeit dieses «Schönheitsfehlers» soll später bei der Kritik der Fisher-Keynes'schen Gedankengänge eingegangen werden.

[4]) Grundverschieden davon ist die sog. «Goldinflation», die von manchen Seiten auf eine Stufe mit der «Papiergeldinflation» gestellt wird; eine Klarlegung des Charakters der Goldinflation erscheint deshalb nötig. Wir stützen uns im folgenden auf die Ausführungen des Herrn Prof. Landmann in seinem Sommerkolleg 1925: «Die Theorie des Geldes». Es ist töricht, die Tatsache einer Goldinflation zu negieren; sie ist vorhanden, weil die Goldausbeute beständigen Schwankungen unterliegt. Das neu produzierte Gold — erhöhtes Einkommen — verteilt sich auf alle Märkte der Welt, es wird dorthin dirigiert, wo es die grösste Kaufkraft hat. Eine Diffusion des Goldes über die ganze Weltwirtschaft erfolgt durch die Umwandlung des Goldes in Noten des Landes mit dem noch niedrigsten Preisniveau. Das ist die Erscheinung der Noteninflation bei voller Deckung

senserscheinung, die jedem Gelde anhaftet; die Entwertung jedes Geldes beginnt mit seiner Emission, nur ein geldloser Staat — also reine Naturalwirtschaft vorausgesetzt — hat vollwertiges Geld. Dieses Paradoxon ist es, mit dem man sich im Geldwesen vorerst vertraut machen muss." [1]) Doch erscheint diese Erkenntnis manchen Theoretikern und Politikern recht unerfreulich und es ist daher nicht zu verwundern, dass sie sich mit besonderem Interesse einem Vorschlage zuwenden, der nichts geringeres bezweckt, als die Schaffung eines Geldes von möglichst unveränderter Kaufkraft.

Der erste dieser Vorschläge stammt von Irving Fisher („Die Kaufkraft des Geldes"). Der Grundgedanke von Irving Fishers Plan zur Befestigung der Kaufkraft des Geldes ist die Ersetzung der Goldwährung durch Warenwährung. Er ist der Anschauung, dass Gold zwar ein zweckmässiges Austauschmedium, aber kein brauchbarer stabiler Wertmasstab sei. Deshalb soll nur der tabular standard als standard of defered payments gelten. Fisher verbindet den Grundgedanken der Goldkernwährung mit dem des tabular standard. Im System der Goldkernwährung sind die Noten in Gold- oder Golddevisen einlösbar. Fisher wünscht die Goldeinlösung beizubehalten, jedoch in der Weise, dass die umlaufenden Banknoten nicht in einer bestimmten Gewichtsmenge Gold eingelöst werden, sondern in einer Goldquantität, die der Kaufkraft des Dollars am Tage der Einführung des Planes entspricht. Es soll ein Golddollar von möglichst gleichmässiger Kaufkraft geschaffen werden; der Dollar hört auf, eine feste

— es tritt eine Veränderung des Geldeinkommens bei unverändertem Realeinkommen ein. Hierbei ist völlig gleichgültig, ob das neu produzierte Gold ausgeprägt oder in den Notenbankkellern aufgespeichert wird, sobald es zu einer Notenvermehrung führt. Aber — und das ist der entscheidende Punkt — diese Art Noteninflation ist eine internationale Erscheinung. Das Weltmarktpreisniveau steigt und wirkt steigernd auf das Warenpreisniveau aller Märkte, wohl erfolgt eine Veränderung der Preislage, nicht aber eine Preisverschiebung innerhalb einer Volkswirtschaft im Verhältnis zur Weltwirtschaft. Es gibt keine Goldinflation, die sich auf ein einziges Wirtschaftsgebiet bezieht — sie ist eine internationale Erscheinung und erfährt dadurch eine ausserordentliche Schwächung und Milderung.

[1]) Herzfelder, S. 23 und 307, vgl. auch Knapp II S. 386, „die Forderung, dass das Geld stets seine Kaufkraft bewahre, ist ein logisches Unding.

Menge Gold mit veränderlicher Kaufkraft zu sein und wird zu einer veränderlichen Menge des Goldes mit stabiler Kaufkraft. Die Bewegung des Preisniveaus soll mittels einer sorgfältig ermittelten Indexzahl monatlich festgestellt und der Goldgehalt in Dollars entsprechend erhöht oder vermindert werden. Um die Dollarkaufkraft stabil zu erhalten, muss der Goldgehalt des Dollars auch den Preisschwankungen des Goldmetalles angepasst werden. Gegen den Fisherschen Plan ist vor allem einzuwenden, dass die Möglichkeit einer fortgesetzten Aenderung des Goldgehaltes theoretisch zweifelhaft erscheint; ein technischer Schönheitsfehler des Planes ist ferner die Tatsache, dass die Zentralbank erst a posteriori Korrekturen an bereits eingetretenen Geldwertveränderungen vornehmen kann, weil die Indexziffer nur einen bereits vorhandenen Preisstand anzeigt. Doch soll noch später über diese Fragen im Zusammenhange mit unserer Kritik der Keynes'schen Pläne gesprochen werden.

Ausser Irving Fisher hat John Maynard Keynes in seinem Buche: „A tract on monetary reform" [1]) den alten Weg verlassen. Es ist zum ersten Mal eine wirklich wissenschaftliche Begründung der Abkehr von der Goldwährung. In den Aufsätzen über Währungsfragen, die Keynes 1922 im „Manchester Guardian" veröffentlichte, begegnen uns zum erstenmal die Gedanken, die in erweiterter Form den Inhalt seines „Traktates" bilden. Wir müssen uns versagen, auf die Einzelheiten seiner Ausführungen einzugehen, doch sollen die Grundzüge seiner Theorie hervorgehoben werden. [2]) Keynes behandelt die Aufgaben der Währungspolitik wie auch der Währungsverfassung. Seine Geldtheorie, die Ratschläge für die künftige Handhabung der Währungspolitik geben will, gipfelt in der Schlussfolgerung: Nicht der durch die natürlichen Verhältnisse gegebene Goldwert, sondern die auf wissenschaftlichen Methoden aufgebaute Kreditpolitik der Zentralgeldinstitute bestimmt den Wert der Geldeinheit und folglich auch die Preise. Das Ziel seiner Geldtheorie ist: Die Geldpolitik soll nicht mehr von den Schwankungen des Goldwertes abhängen, sondern nach streng wissenschaftlichen Grundsätzen gehandhabt werden. Das Gold ist heute ein künstlich ver-

---

[1]) Keynes.

[2]) Spann, Steinberg, Salin, König.

waltetes, manipuliertes Gut, es ist eine „managed currency" geworden, d. h. eine Währung, die keinen inneren, sondern einen von der Politik des Federal Reserve Board bestimmten Wert hat, indem das Federal Reserve Board die Goldbestände in seinen Gewölben aufspeichert, entzieht es das Gold seiner vollen Auswirkung auf die Preise und demonetisiert es. An Stelle der veralteten Goldbasis muss eine neue künstlich gewillkürte Währung treten. Die Wertstabilität des neuen Wertstandards soll die Wissenschaft regulieren. Durch ein entsprechendes, an dem allgemeinen Stand des Wirtschaftslebens orientiertes System der Kreditgewährung und eine angemessene Diskontpolitik der Zentralbank soll für eine Höhe des Notenumlaufs Sorge getragen werden, die eine Preisstabilität zu garantieren geeignet ist; Abweichungen der Preise um mehr als einen bestimmten Prozentsatz müssen verhindert werden. Als neuer Wertstandard ist eine offizielle Indexziffer vorgesehen, die die wichtigsten Waren gesammelt umfasst; neben dem Warenindex werden der Beschäftigungsgrad, die Nachfrage nach Bankdarlehen, die verschiedenen Zinssätze, die Emissionen und dergleichen berücksichtigt. Die Sicherung der Stabilität der Preise, des Kredits, des Beschäftigungsgrades der Arbeit macht den „altmodischen Goldstandard" überflüssig. Der Notenumlauf ist nun nicht mehr an das Gold gebunden, sondern unmittelbar abhängig vom Stande des Handels und der Industrie, von der Diskont- und Schatzwechselpolitik. Das Gold behält die Rolle einer letzten Reserve, aber das gesetzliche" Zahlungsmittel ist dann nicht mehr gezwungen „allen Fahrten des Goldes und allen zukünftigen, nicht vorherzusehenden Schwankungen seiner tatsächlichen Kaufkraft blindlings zu folgen." Der Goldpreis soll wie der Diskontsatz allwöchentlich geregelt werden; das Gold hört auf, ein regulierender Wertfaktor zu sein, denn es wird selbst von einer anderen Grösse — dem Quantum der zirkulierenden Geldnoten — reguliert; das Quantum der zirkulierenden Geldnoten bestimmt den Wert der Geldeinheit. So wird der Goldschatz von der Geldzirkulation unabhängig, nur noch als Reserve zum Ausgleich einer vorübergehend ungünstigen Zahlungsbilanz und als Kriegsschatz bereit gehalten. Während Fishers Währungsverfassung, wenn auch in einer gegen früher modifizierten Form, noch auf dem Gold aufgebaut blieb, führt Keynes' Währungssystem zu einer Enttronung des Goldes.

Die Verfechter der Indexwährung wollen an Stelle der Goldwährung ein reines Papiergeld setzen, dessen Wert ausschliesslich durch den Willen des Staates bestimmt würde. Die Quantität der Umlaufmittel soll sich nach dem durch eine Art Indexziffer ausgedrückten, allgemeinen Preisniveau richten. Bei steigenden Preisen wird die Menge des umlaufenden Geldes durch Kreditrestriktionen vermindert, bei sinkenden Warenpreisen durch eine liberale Kreditpolitik vermehrt. Zunächst steht der Verwirklichung dieses Systems eine ganze Reihe von Schwierigkeiten entgegen: die Bewegungen des Geldwertes sind in einer exakten Weise nicht feststellbar, es bleibt immer eine Frage des politischen Urteils, ob man die eine oder andere Rechnungsart vorzieht. Somit kann keines der gebräuchlichen Systeme zur Ermittelung einer Indexziffer der Warenpreise Anspruch auf absolute Exaktheit und wissenschaftliche Genauigkeit erheben. Abgesehen von den vielen Fehlern bei der Feststellung durchschnittlicher Warenpreis- oder Indexziffern, tritt noch eine nicht zu vermeidende Verspätung in der Feststellung der Indexziffern ein. [1]) Die Statistik zeigt die Geldveränderungen post factum an. Indexziffern sind nur das Ergebnis der Währungs-

---

[1]) Wenn man sich vergegenwärtigt, wie es um die internationale Vergleichbarkeit der Indexziffern bestellt ist, so dürfte die Unmöglichkeit einer Wahl eines für sämtliche Staaten und Wirtschaftsgebiete brauchbaren Index klar sein. Falls auf die Festsetzung eines international geltenden Index verzichtet würde, müsste auch die internationale Stabilierung der einzelnen Valuten dahinfallen. Ein fruchtbarer internationaler Indexvergleich hat zur Voraussetzung:

1. einen methodisch gleichartig aufgebauten Index, also etwa die Wahl möglichst ähnlicher Artikel, die Erfassung des Preises im gleichen Wegstadium zum Konsum und die methodologisch gleiche oder doch möglichst gleiche Aufrechnung; wir betonen die Einschränkung « möglichst ähnlich », da die individuellen wirtschaftlichen Verhältnisse auch berücksichtigt werden müssen;

2. die Herstellung (Konstruktion) eines Messers für das Vorkriegsniveau, um das letztere in den verschiedenen Ländern mit einander zu vergleichen.

Die internationale Indizierung von Grosshandelspreisen befindet sich in einem noch ziemlich primitiven Stadium. Die mir bekannte Probe der Vergleichsindizierung sind die vom amerikanischen **Federal Reserve Board** für die Vereinigten Staaten, England, Frankreich, Japan und Kanada konstruierten Indexziffern. Das allgemeine Schema und die Methode der Indices stimmen im wesentlichen überein; die Indices sind gewogen und weisen eine komplizierte Konstruktion auf, wobei die Waren und Gewichte

politik der Notenbank, niemals aber deren Grundlage.[1]) Für die Leitung der Notenbank wäre jedoch vor allem die Kenntnis der Ursachen einer möglichen künftigen Preisveränderung von Wert. Aber selbst wenn es gelänge, brauchbare Indexziffern zu erreichen, würden sie doch keinen zuverlässigen Masstab für den künftigen Geldbedarf bieten, weil bekanntlich von der Warenseite selbst unvorhergesehene Momente plötzlich eintreten können, die bewirken, dass der kalkulierte Geldbedarf sich je nachdem als zu hoch oder zu niedrig bemessen erweist, und Geldwertschwankungen somit unvermeidlich sind. Es sei hier nur an Konjunkturwechsel infolge von Missernten, technischen Neuerungen oder Erfindungen, infolge von sonstigen Veränderungen im Bedarf und in der Produktion, infolge von Streiks-, Monopol- oder Syndikats- oder Trustbildungen, infolge Auslandskonkurrenzen usw. erinnert, die spontan weitgehende Preisverschiebungen zu bewirken

---

in jedem Einzelfalle übereinstimmend mit der Struktur des betreffenden Wirtschaftsgebietes verschieden gruppiert und eingesetzt sind. Die General- und Gruppenindices werden seit dem Jahre 1919 berechnet, 1913 ist das Basisjahr. Zur Illustrierung führen wir die F. R. B.-indices für drei Länder (für einen Teil des Jahres 1924) an und stellen ihnen die amtlichen Indices der betreffenden Länder gegenüber:

Jahr 1924 (Monate)	Vereinigte Staaten	England	Frankreich	Verein. Staaten	England	Frankreich
	Federal Reserve Board			Board of Labor Statistic	Board of Trade	Statistique générale de la France
IV	158	162	137	148	147	158
V	156	158	128	147	147	132
VI	154	155	120	145	144	129
VII	156	156	117	147	146	126
VIII	158	160	125	150	153	133
IX	156	158	120	149	153	133
X	159	161	120	152	157	135
XI	160	167	123	153	162	139

(vgl. Szturm Edward.)

Wir sehen wie sehr eine Vereinheitlichung der Methode not tut. Das Verhältnis des Niveaus der Indices ist verschieden, je nachdem die Indices auf Grund übereinstimmender oder verschiedener Methoden errechnet worden sind.

Solange nicht eine Einigung über die für die Aufstellung der Indices in allen Ländern gleichmässig auszuwählenden Artikel besteht, wird man auf internationale Indexvergleiche wohl verzichten müssen.

[1]) Kallenberger 1917, S. 363.

vermögen. [1]) Da — um mit Kellenberger zu reden — der Schleier der Zukunft nie gelüftet werden kann, lässt sich die Unveränderlichkeit der Kaufkraft des Geldes innerhalb längerer Zeitpausen niemals verwirklichen. Es kann auch gar nicht als Aufgabe der Notenbank betrachtet werden, mit Hilfe eines Indexsystems in den ganzen Komplex von Veränderungen, welche sich aus dem Ablaufe des Produktions- und Konsumtionsprozesses naturgemäss ergeben, korrigierend einzugreifen. [2]) Wir wollen jedoch davon absehen und annehmen, dass mittels der Indexwährungen die Stabilierung des Geldwertes zu erreichen wäre. Was bezweckt nun eine auf Stabilität der Preise gerichtete Politik?

Es taucht somit die Frage auf, mit welchem Ziele rein ökonomischen Charakters soll und kann eine derartige Regulierung der Konjunktur, dieses periodischen Wechsels im modernen Wirtschaftsleben erfolgen? „Jene These, dass die Manipulation einer Währung, einerlei ob es sich um eine Papier- oder Goldwährung handelt, mit dem Ziele der Herbeiführung einer konjunkturlosen Wirtschaft zu geschehen habe," [3]) beinhaltet nicht eine wirtschaftstheoretische, sondern eine rein wirtschaftspolitische, ja weltanschauungsmässige Zielsetzung. Dagegen untersucht Hahn, was eigentlich die Konjunktur und insbesondere die Hausse für eine Volkswirtschaft bedeutet. Er stellt die Frage, ob die konjunkturlose Wirtschaft überhaupt als Ideal anzusehen ist und betont die Vorzüge einer bewussten Förderung der Konjunktur bezw. Haussetendenzen, weil seiner Meinung nach die wirtschaftsfördernden Kräfte erst in jener Konstellation zur vollen Auswirkung kommen, die gemeinhin mit dem Schlagwort „Hausse" bezeichnet wird. „Die Konjunktur bedeutet .... den Beginn eines einzigen, grosszügigen, die ganze Volkswirtschaft umfassenden Wirtschaftsexperiments. Sie ermöglicht die Einschlagung neuer Produktionsmethoden; sie ermöglicht insbesondere durch die Verstärkung der Produktionsziffern, die sie mit sich bringt, dass sich auch bei solchen Betrieben die Rentabilität einstellt, bei

---

[1]) Kleine-Natrop Bankarchiv 15. August 1924, S. 301.

[2]) Wenn man dem Indexsystem die Rolle eines kontinuierlichen Regulators des Geldwertes nicht zuteilen kann, so darf, wie wir es noch ausführen werden, ein gut ausbalanziertes Indexsystem im System der «organischen» Diskont- (Notenbank) politik auch ein wertvolles Kontrollmittel zur Geldwertbewegung bilden.

[3]) Hahn 1925.

denen sie unter stabilen Verhältnissen nie vorhanden war." [1]) Natürlich müssen die Schädigungen der Baisse mit in Kauf genommen werden, es vollzieht sich dann eine Auslese, die am wenigsten rentablen Betriebe schwinden, es bleiben aber die durch die Hausse ausgelösten Wirkungen: ein erhöhtes Produktionsniveau bleibt auch nach der Baisse der Wirtschaft erhalten. „Das physische Volumen der Transaktionen sinkt meist nur unbedeutend." [2]) „Und so kommt es denn, dass die Baisse, selbst unter der Voraussetzung, dass sie in ihrem Ausmass die Hausse voll kompensiert, keineswegs den status quo ante herstellt." „Die Konjunktur schüttelt alle Subjekte der Volkswirtschaft gleichsam durch ein grosses Sieb, und es sind immer andere Wirtschaftselemente, welche durch das Sieb hindurchfallen und als ungeeignet aus dem Wirtschaftsprozess ausgeschieden werden. Ob die Volkswirtschaften die Konjunktur als die grosse Aufrüttlerin aus wirtschaftlichem Schlaf und wirtschaftlicher Stagnation werden entbehren können, bleibt daher auch bei voller Würdigung des Unheils, [3]) das die Baisse mit sich bringt, eine ausserordentlich schwer zu beantwortende Frage. Wer die Schumpertsche Auffassung von der Konjunktur als der eigentlichen Vertreterin der wirtschaftlichen Entwicklung und des wirtschaftlichen Fortschritts für zutreffend hält, der wird diese Frage zu verneinen haben, weil für ihn die konjunkturlose Wirtschaft ein entgöttertes Paradies darstellen würde." Die Konjunktur ist die eigentliche Triebfeder der Wirtschaftsdynamik — die Hausse allein garantiert mit ihrer für die einzelnen Warenpreise und Volkseinkommen unterschiedlichen Entwicklung die für die Wirtschaft unbedingt notwendige Kapitalbildung. Ein Kennzeichen der kapitalistischen Wirtschaftsordnung ist sowohl Aufschwung als Krise und diese wechselnden Bewegungen spiegeln sich in den Preisen wieder. Unsere ganze nationalökonomische Theorie ist auf der Konjunktur aufgebaut.

---

[1]) Hahn a. a. O.

[2]) Schumpeter Archiv 54, S. 320.

[3]) Das Unheil darf aber nicht überschätzt werden, da es privatwirtschaftlicher Natur ist und sogar von einem volkswirtschaftlichen Nutzen begleitet werden kann. «Der Sinn der Preissenkung oder Depressionsperiode ist die Realisierung der Errungenschaften der Aufschwungsperiode für alle Kreise der Volkswirtschaft — mit Ausnahme der an jene Betriebsformen geknüpften Interessen. (Vgl. Schumpeter, Archiv 54, S. 318.)

Werden die oben besprochenen Schwankungen, wie es die Vorkämpfer der neuen Richtung wollen, durch gewisse künstliche Eingriffe oder durch die Kredit- und Diskontpolitik paralysiert, so beraubt man die moderne Volkswirtschaft ihres wichtigsten dynamischen Elements, nämlich des freien Spiels der Kräfte, und all jener Fortschrittsfaktoren, die in gesunder Konkurrenz, im Erfindungsgeist und in einer ökonomischen Betriebsführung liegen. Der Liberalismus würde durch eine staatssozialistische Richtung ersetzt, die auf eine ständige behördliche Beobachtung und Regelung der Wirtschaft, auf eine Einengung des ganzen wirtschaftlichen Lebens in die Fesseln der indexmässigen Preisbestimmungen hinausginge, wobei jeweils gemäss der politischen Vormachtstellung, im Wege innerer Zwangswirtschaft oder durch ruinöse Zollpolitik oder Handelsverträge, Einfluss auf die Warenpreise und demgemäss auf die Geld- und Warenpolitik der Zentralbank ausgeübt werden könnte.

Die kapitalistische konjunkturlose Wirtschaft wäre, um mit Hahn zu sprechen, ein „entgöttertes Paradies". Zugleich aber taucht die Frage auf, ob in einer, in ihrer Struktur andersgearteten Wirtschaft die Hausse als Erweckerin der wirtschaftlichen Kräfte nicht entbehrlich wäre. Da wir jedoch die Beschaffenheit (Struktur) einer konjunkturlosen Wirtschaft nicht kennen, sind wir gar nicht in der Lage etwas darüber auszusagen, wie eine absolute Preisstabilität wirken würde.

Eine intakte Goldwährung funktioniert rein automatisch, also frei von menschlicher Willkür [1]) und ebenfalls und zwar leichter und besser zur Erreichung jener Ziele, deren Verwirklichung man von einer Index-Währungskonstruktion erhofft. Man darf die Gefahr der Preisfluktuationen nicht überschätzen. Auswüchse des Preisniveaus werden durch die automatisch eintretenden Wirkungen der Goldwährung korrigiert; denn bei wechselseitiger Verkettung der Valuten (durch Gold-, Goldkern- oder Devisenwährung) muss es zu einem weitgehenden Parallelismus der Preisentwicklung kommen, der die Voraussetzung der Stabilität

[1]) Gewiss besteht dann eine Willkür der Goldproduktion, ihr Machtbereich ist aber nicht unbegrenzt, « denn da bei sinkendem Preisniveau die Goldproduktion rentabler, bei steigendem weniger rentabel wird, so kommt ein bescheidenes Mass an regulierender Kraft auch den Variationen der produzierten Goldmenge zu — doch wenigstens ein Schutz gegen viel bösere Willkür. (S. Schumpeter, Archiv 54, S. 296.)

der Kurse bildet, und seinerseits allein ermöglicht wird durch einen Parallelismus der Geldschöpfungsgrundsätze in den verschiedenen Ländern.[1]) Wohl birgt die Kreditpolitik der Bank stets eine Tendenz zur Kreditexpansion, aber die letztere ist «einer Menge zu vergleichen, die unorganisiert einem Ziel zustrebt und jeden Einzelnen, der rascher geht als die anderen, sofort in die Reihen zurückstösst.»[2])

In dem Dilemma: Stabilisierung der Kaufkraft des Geldes im Inland (Irving Fisher-Keynes) oder feste Goldparität dürfte die richtige Entscheidung leicht zu finden sein. Hier gibt es nur ein Entweder-Oder. Wählt man Goldparität, dann richtet sich das Preisniveau im Inland nach dem Goldwert, und dieser ist ja heute bestimmt durch die innere Kaufkraft des Dollars. Entscheidet man sich für die Stabilität im Innern, dann schwankt der internationale Kurs der Währung proportional der Preisbewegung in den U. S. A. Die Wiedereinführung der Goldwährung ist heute das vornehmste Ziel für die Währungspolitik aller Länder, sie allein vermag die Geldpolitik eines Staates dem Kampf der Interessenten (Inflationspartei) zu entziehen und so dem Wirtschaftsleben die zu seiner Entwicklung nötige Ruhe zu geben. Die Currency-Theorie scheint wieder Macht zu gewinnen. Die Erfahrung lehrt, dass nur der harte Zwang, die Noten in Gold einzulösen, die Notenbank gegen die Lockungen der Popularität widerstandsfähig machen kann. In der Forderung der Aufrechterhaltung eines festen Austauschverhältnisses zwischen Noten- und Goldgeld liegt ein gewisser Pessimismus gegenüber menschlicher Moral und Einsicht, aber es ist immer noch besser, dem toten Golde zu vertrauen, als der menschlichen Einsicht. Der währungspolitische Nominalismus wird Gelegenheit bekommen, über sich selbst zu Gericht zu sitzen.

Der wissenschaftliche Streit, ob die Rückkehr zur Goldwährung oder der Uebergang zu neuen Formen einer wahren Preisindexwährung das Wünschenswerte sei, wurde praktisch durchweg zu gunsten der erstgenannten Lösung entschieden. Die

[1]) Vgl. Machlup, S. 161. Partiellen, rein örtlichen Preissteigerungen kommt ganz vorübergehende Bedeutung zu; denn es herrscht das Gesetz des interlokalen Preisniveaus, der räumlichen Ausgleichstendenz des Geldwertes.

[2]) Vgl. Hawtrey — Konjunktur S. 16.

zerrütteten Währungen, die vorübergehend Anlehnung an eine gesund gebliebene Währung gesucht und gefunden haben, wie zum Teil am englischen Pfunde, oder dem amerikanischen Dollar, kamen letzten Endes auf die Goldgrundlage zurück. Die Gegner der Rückkehr zur Goldwährung unter Keynes' Führung sind in der Praxis unterlegen. Zweifellos aus wesentlich psychologischen Gründen. In den Darlegungen der Anhänger der Rückkehr zur Goldwährung erscheint immer wieder als Hauptargument der Hinweis darauf, dass in den Jahren vor 1914 die Goldwährung sich trotz aller theoretischen Gründe, die gegen sie sprechen mögen, praktisch für die Erhaltung der Stabilität des internationalen Verkehrs gut bewährte, während das Jahrzehnt von 1914—1924, in dem die Goldwährungen suspendiert waren, auch die Zeit der internationalen Störung auf dem Gebiete der Wechselkurse darstellte. Die Rückkehr zur Goldwährung hat deshalb gleichzeitig die symbolische Bedeutung eines Abschlusses der schweren Störungsperioden. Freilich ist die Kaufkraft des Goldes und dessen Wertbeständigkeit ausschliesslich von der Bankpolitik der Vereinigten Staaten abhängig. Die Furcht ist nicht unbegründet, dass die Vereinigten Staaten ihre gewaltigen Ueberschüsse auf den Markt werfen könnten. Gerade die Wiedereinführung der Goldwährung in zahlreichen Ländern würde dem Golde durch die konstante Nachfrage jene Stabilität seines Wertes wiedergeben, dessen Verlust (Gold fiel 1920 auf 40 % und steht heute auf 60 % seines Wertes von 1913) den wichtigsten Einwand gegen die Goldwährung bildete. Wenn also die Goldwährung ihre Universalität [1]) zurückgewinnt und die Nachfrage nach Goldmetall auch in Europa wieder einen normalen Umfang annimmt, wird der Goldpreis die Tendenz haben, sich auf einem den derzeitigen Gewinnungskosten entsprechenden Niveau zu stabilieren. [2]) Dann sollten durch inter-

[1]) Universalität der Goldwährung ist die conditio sine qua non der Abhängigkeit der Geldschöpfung vom Gold und nicht des Goldwertes von der Geldschöpfung; der Goldstandard kann als regulierender Faktor nicht für ein Land wirksam sein, weil dann das Gesetz der « kommunizierenden Röhren » nicht mehr gilt, das Kommunikationssystem fehlt. (Vgl. Machlup, S. 173)

[2]) Reginald Mac Kenna vertritt die Ansicht, dass das Angebot von Gold zu dem gegenwärtigen Preis mehr als ausreichend sei, um die Weltnachfrage zu befriedigen, und dass die Welt somit langsam steigenden Preisen entgegengeht. Zu demselben Ergebnis kommt auch der süd-

nationale Uebereinkommen (entsprechend Beschluss 9 des Berichtes der Finanzkommission von Genua) der Nachfrage der Zentralbanken nach Gold gewisse Grenzen gesetzt werden, damit nicht eine Steigerung des Goldwertes das Preisniveau der Länder mit Goldwährung herunterdrückt und so neue Depression der Wirtschaft verursacht Wie noch darzulegen ist, vollzieht sich die Rückkehr der europäischen Länder zur Goldwährung nur allmählich und nicht in vollem Umfang, die Befürchtungen haben sich also als unbegründet erwiesen. Solange die Vereinigten Staaten übermässige Goldreserven halten, wird sowohl die Golddevisenwährung, wie die vorzeitig eingeführte effektive Goldwährung nichts anderes als eine Art Dollarwährung sein. Europa hat die Wahl, das Goldproblem entweder durch eine Verständigung mit Amerika, oder durch eine internationale Uebereinkunft zu regulieren. Wenn es eine solche Verständigung verschiebt, wird Europa abhängig vom Dollar bleiben und wie Prof. Hirsch sagt, „binnen kurzem mit abgezogenen Hüten vor dem amerikanischen Dollar stehen und in dem allgemeinen Abbau der Monarchien in Europa ihn als den wahren Monarchen Europas die Herrschaft zu übernehmen bitten wird". [1]) Bei der augenblicklichen Abhängigkeit Europa's von den U. S. A. bleibt den europäischen Staaten kaum etwas anderes übrig, als sich dem amerikanischen Willen zu fügen. [2]) Die Genueser Konferenz empfahl den ersten Weg:

afrikanische Professor Lehfeldt. Er sieht in den goldersparenden Massnahmen eine gewisse Gefahr für die künftige Gestaltung des Goldmarktes, d. h. er rechnet mit einer Ueberproduktion an Gold und untersucht die Möglichkeit einer Wertstabilierung durch Valorisierung des gelben Metalls. Dagegen glaubt Cassel an eine allmähliche Aufwertung des Goldes mit der Begründung, dass der Goldbedarf schneller wachse als die Goldmenge. Cassel empfiehlt grösste Sparsamkeit in der Verwendung von Gold, und seinem Einfluss ist es zu verdanken, dass der für Indien aufgestellte Währungsplan an der Silberrupie als normalem Umlaufmittel feststellt. In der fortschreitenden Einschränkung des monetären Geldbedarfs der Welt, liegt — nach Cassel — die grosse gemeinsame Aufgabe der Geldpolitik der zivilisierten Welt für die nächste Jahrzehnte.

[1]) Hirsch, S. 56.

[2]) Freilich ist unter den obwaltenden Verhältnissen eine Verbilligung des Checkverkehrs und eine Gewähr für die Stabilität der Währung auf Grund der Uebereinkunft mehrerer Notenbanken zu begrüssen. Ein solches Zusammenarbeiten der Notenbanken wurde schon auf der Konferenz von Genua im Jahre 1922 als notwendig bezeichnet. Die beiden wichtigsten Be-

Amerika erleichtert die Lösung, indem es seine Bereitwilligkeit erklärt, an einer internationalen Zusammenarbeit teilzunehmen. Das Gold, das Amerika nach Europa sendet, hat die Tendenz, immer wieder nach dem Ausgangspunkte zurück zu fliessen. Es könnte nur dann dauernd nach Europa abströmen, wenn dieses im Stande wäre, Amerika Waren und Dienstleistungen in einem Betrag zu liefern, der die amerikanischen Exporte nach Europa

dingungen für eine internationale Arbeitsgemeinschaft der Zentralnotenbanken sind erstens die Sicherstellung der Notenbanken vor Staatseingriffen und zweitens die Einheitlichkeit der Währungsgrundlage, also praktisch Goldwährung. Auf dieser Grundlage kämen folgende Massnahmen in Frage: 1. Die Ermöglichung einer Gleichmässigkeit in der Gold- und Kreditpolitik der einzelnen Banken durch die Ausgleichung der einzelnen Notenbankgesetze. 2. Die Abhaltung von Konferenzen zur engeren Fühlungsnahme. 3. Die Eröffnung gegenseitiger Golddepots bei den Notenbanken; eine Konzentration der Devisengeschäfte der einzelnen Notenbanken bei der entsprechenden ausländischen Notenbank; gegenseitige Erklärungen über die stete Bereitwilligkeit, die Umwandlung von Golddepots in Auslandswechsel und in Auslandssichtguthaben zu vollziehen unter möglichster Entlastung von Spesen. Eine ideale Verwirklichung dieses Zieles würde aber zur Voraussetzung haben: 4. Die Schaffung einer überstaatlichen Diskontobank bei der die Notenbanken Handelswechsel rediskontieren könnten. Eine solche Bank würde den wirksamsten Ausgleich der verschiedenen Geldmärkte ermöglichen. Der Weg zur Konsolidierung der europäischen Währungsverhältnisse liegt in der Annäherung der Notenbanken der einzelnen Staaten. Warum nicht in der Schaffung einer europäischen Münzunion, wie sie seinerzeit Napoleon III. als Endziel der Entwicklung des lateinischen Münzbundes vorgeschwebt hatte? Cassel hat vor kurzem das Ende der Münzunionen nicht nur vorausgesagt, sondern gefordert, da sie einer heute überwundenen, rein metallistisch-mechanischen Auffassung des Geldes entsprungen seien; er schreibt der skandinavischen Münzkonvention eine bedenkliche Rolle im Prozess der Verschlechterung der skandinavischen Valuten während des Krieges und unmittelbar nach Friedensschluss zu: « Die Kritik gegen die Valutapolitik jedes einzelnen Landes würde dem Publikum viel klarer und unwiderleglicher erschienen sein, wenn keine Münzunion den wahren Zusammenhang verdunkelt hätte. Bei dem gegenwärtigen Stand der modernen Geld- und Kreditwirtschaft, in welcher der weitaus grösste Teil aller Zahlungen durch Bankzahlungsmittel bewirkt wird, kommt einem Münzbund für den wirtschaftlichen Verkehr kaum mehr allzu grosse Bedeutung zu. Die Verschiedenheiten und Gegensätze wirtschaftspolitischer Entwicklung würden die « Europäische Münzunion beunruhigen und letzten Endes ihre Auflösung bewirken, wie es heute mit der lateinischen Münzunion der Fall ist und der skandinavischen, deren Schicksal in den letzten zehn Jahren lebhaft an das der lateinischen erinnert.

übersteigt und das Gold zur Begleichung des Ueberschusses der Zahlungsbilanz nach Europa gesandt würde. Der Jahresüberschuss der Zahlungsbilanz der Vereinigten Staaten, der auf etwa 1000 Millionen Dollars geschätzt wird, zeigt, wie weit Europa von einer solchen Gestaltung der Geschäfte entfernt ist. [1]) Will sich Europa vom reichen Vetter jenseits des Ozeans, der ihm das Gold zu seinem Wiederaufbau vorstrecken soll, befreien, so muss es Amerika wieder entdecken, d. h. sich diejenigen Prinzipien zu eigen machen, die zur amerikanischen Prosperität geführt haben. Europa muss danach trachten, mit allen Mitteln die Produktion wissenschaftlicher, methodischer zu gestalten und die vielen Zollschranken, welche die Bildung eines einheitlichen europäischen Marktes verhindern, beseitigen oder zumindest teilweise abbauen. Die Rückkehr der nicht amerikanischen Länder zur Goldwährung liegt im Interesse Amerikas, damit es auf seinen Goldvorräten nicht sitzen bleibe: „Die Vereinigten Staaten sind mit dem europäischen Währungsproblem auf Grund ihrer wirtschaftlichen und finanziellen Beziehungen zur Weltwirtschaft eng verquickt. Darüber hinaus hat die Union, als das wichtigste Goldwährungsland, ein unmittelbares, vitales Interesse an der Wiederherstellung der Goldwährung, insofern nämlich als die eigene Währung und das eigene Finanzsystem nur auf diese Weise geschützt werden können. Der sich ständig ausdehnende Handel zwischen Europa und den Vereinigten Staaten ist von gegenseitigem Nutzen und daher ist auch die Stabilisierung der Währungen durch die der internationale Warenaustausch erleichtert und bestehende Schwierigkeiten beseitigt werden können, von allseitigem Vorteil. Darauf beruht zusammenfassend der internationale Charakter des Währungsproblems, und seine Lösung berührt die Vereinigten Staaten ebensosehr wie die einzelnen europäischen Länder". [2]) Europa ist ein notwendiger Absatzmarkt für die Vereinigten Staaten. Im Jahre 1925 belief sich der Export der Vereinigten Staaten nach Europa auf 2,5 Milliarden. Europa kann nur dann ein wichtiger Abnehmer Amerika's werden, wenn es selbst finanziell gesundet. Ein prosperierendes Europa — erklärte Mellon bei der Verteidigung des Schuldenabkommens mit Italien — sei in Dollars und Cents gemessen für die Vereinigten Staaten mehr wert, als irgend-

[1]) Strakosch.

[2]) Parker Young, zitiert bei Arzet.

welche noch so hohe Schuldenrückzahlung. Dieser Gesichtspunkt wird schliesslich den Ausschlag geben und die scheinbare Unnachgiebigkeit Mellons in der Frage der interalliierten Schuld zum Verschwinden bringen.

Durch die allgemeine Rückkehr zur Goldwährung, die mit einer Neuverteilung der Goldwerte verbunden ist, wird auch eine Schwächung der Vormachtstellung Amerikas auf dem Währungsgebiet eintreten. Schweden hat als erstes Land die Goldwährung wieder hergestellt,[1]) die Währungen Deutschlands, Oesterreichs und Ungarns sind auf Grund internationaler Verträge wieder an das Gold angeschlossen worden; endlich machten den entscheidenden Schritt England,[2]) dem Südafrika[3]) unmittelbar folgte, Australien, Neuseeland, Holland und Niederländisch Indien. Besonders die entschlossene Rückkehr Englands zur Goldwährung kann als ein gutes Zeichen für den währungs-

---

[1]) Die Noteneinlösung in Gold wurde am 1. April 1925 aufgenommen. Zwei andere skandinavische Länder, Dänemark und Norwegen, haben eine Deflation grossen Stils vorgenommen. Das grosse Werk der dänischen Paripolitik ist vollbracht. Die dänische Regierung hat endgültig beschlossen, ab Neujahr (1927) den Goldbarrenmünzfuss wieder einzuführen (somit handelt Dänemark gleich wie England). Dabei gehört die dänische Krone zu jenen Valuten, deren Entwertung nach dem Kriege sehr ansehnliche Proportionen angenommen hat. Das Experiment ist gelungen, und wenn auch die Volkswirtschaft darunter leidet, so kann man sagen, dass die Folgen dieser Deflationspolitik für Dänemark noch erträglich gewesen sind. Denn 1. hielt sich die dänische Verschuldung in jenen Grenzen, welche durch die Neutralität gegeben waren und 2. wurde die dänische Volkswirtschaft durch die Kriegsereignisse materiell in hohem Masse begünstigt. Die Schattenseiten der Deflation in diesem speziellen Falle bestehen mehr in in einer Reinigung von ungesunden Auswüchsen, als in einer eigentlichen, tiefe Wurzeln schlagende Krise.

[2]) Alle Tatsachen lassen es ausgeschlossen erscheinen, dass die Rückkehr Englands zur Goldwährung für die englische Industrie schädlich gewesen wäre. Der Diskontsatz ist nicht erhöht worden, die Reallöhne sind nicht zurückgegangen und der Preisstand hat sich ziemlich behauptet. Auch die Erholung des englischen Exportes zeigt, dass die Rückkehr zum Gold keine schädliche Wirkung gehabt haben kann. (Snowden, "England unter dem Goldstandard, Vossische Zeitung 23. Dez. 1926.)

[3]) Südafrika ging noch weiter als England, indem es die unbeschränkte Umtauschmöglichkeit von Banknoten gegen Goldmünzen d. h. die Verwendung von Goldmünzen im inneren Verkehr gestattet. Es muss dabei allerdings berücksichtigt werden, dass Südafrika das grösste Goldproduktionsgebiet der Erde ist.

politischen Wiederaufbau der Welt betrachtet werden. Die neue englische Goldvaluta (ohne Wiedereinführung umlaufender Goldmünzen) muss als Muster für die Goldvaluten der Zukunft angesehen werden. Seit Mitte des Jahres 1924 haben die Vorschläge zur Neuverteilung der amerikanischen Goldvorräte konkrete Formen angenommen (Dawes-Plan).

Fast alle Kulturstaaten besassen vor dem Kriege eine effektive Goldwährung, die sog. Goldumlaufswährung. Besteht eine Goldumlaufswährung, so ist jedermann berechtigt, Gold in Form von Barren, Pulver usw. der zentralen Notenbank einzuliefern und dafür gegen Entrichtung einer geringen Prägegebühr Goldmünzen oder Banknoten in einem der gesetzlichen Parität entsprechenden Betrage einzutauschen, die Goldmünzen stellen das einzige gesetzliche Zahlungsmittel dar, nur bares Goldgeld zirkuliert als Kurantgeld. Daraus ergab sich die Verpflichtung der Notenbanken, jederzeit die von ihnen emittierten Noten in Gold einzulösen. In diesem System ist der tatsächliche Geldumlauf mit Goldgeld gesättigt, jede Zahlung erfolgt unmittelbar in barem Goldgelde. Wenn Cassel sagt[1]) „eine Rückkehr zur Goldwährung erfordere nicht, wie man manchmal anzunehmen scheine, einen besonderen Reichtum des Landes und die Goldwährung sei in keiner Weise als ein Luxus aufzufassen, den sich nur die wohlhabenden Länder gönnen können, der Uebergang zur Goldwährung erfordere vielmehr nur einen stabilen inneren Geldwert", so kann diese Behauptung sich nicht auf die Wiedereinführung der Goldumlaufswährung beziehen, der im gegenwärtigen Zeitpunkte in einer ganzen Reihe von Staaten unüberwindliche Hindernisse entgegenstehen. Es ist fraglich, ob die durch Krieg und Inflation verarmten Volkswirtschaften den kostspieligen Luxus eines effektiven Goldumlaufs,[2]) die Kosten eines derartigen internen Golddienstes tragen können. Die Wiederaufnahme von Barzahlungen muss aber keineswegs zu der Schaffung eines mit stofflichen Qualitäten ausgestatteten, also eines goldenen Geldes, und der Ausstattung der Noten mit unmittelbarer Goldqualität, d. h. mit Einlösbarkeit in Gold, führen. Deshalb hat bereits der Beschluss 9 der Konferenz von Genua die Goldkernwährung (Gold exchange standard) propagiert, welche die meisten Vorteile der Gold-

[1]) Gustav Cassel, 20. April 1924. Berliner Börsen-Courier.

[2]) Mises 2, S. 45.

umlaufswährung und den grossen Vorzug verbindet, in sämtlichen Staaten, die keine nennenswerten Goldvorräte besitzen, schon heute durchführbar zu sein. In diesem System sind die Kurantgeldarten nicht bares Geld; es besteht weder eine Einlösbarkeit in Goldmünzen noch eine Ausprägung von Goldmünzen, (der inländische Zahlungsverkehr ist völlig entgoldet, er weist nur notales Geld auf.[1]) Die Aufrechterhaltung der Goldwährung soll dadurch gewährleistet werden, dass die Zentralbank verpflichtet wird, Barrengold zur Regulierung der Wechselkurse abzugeben, (für den Verkehr mit dem Ausland ist bares Gold vorgesehen). Der Uebergang zur Goldkernwährung kann mit viel geringeren Goldmengen bewerkstelligt werden, als die Wiedereinführung einer Goldumlaufswährung. Tritt somit die Stabilität der Wechselkurse wiederum in den Vordergrund des notenbankpolitischen Aufgabenkreises, so erhebt sich die Frage, ob dieses Ziel allein durch Aufnahme der Barzahlungen zu erreichen ist und nicht auch auf dem Wege der Devisenpolitik (Golddevisenwährung!) erreicht werden kann?

Bei einer Golddevisenwährung verpflichtet sich die Emissionsbank gegen ihre Noten jederzeit Golddevisen (heute in der Regel Dollars oder Pfundsterling), zu den der gesetzlichen Parität entsprechenden Kursen abzugeben. Mit Hilfe der Devisenbestände gleicht die Notenbank vorübergehende Schwankungen zwischen Angebot und Nachfrage an fremden Zahlungsmitteln aus. Bares Goldgeld heimischen Gepräges existiert in diesem System nicht, das Kurantgeld bilden Banknoten, welche in Anweisungen aus ausländischem Goldgeld einlösbar sind. An Stelle einer unmittelbaren Einlösbarkeit in Gold tritt die Einlösbarkeit der Banknoten in Goldgelddevisen, was mit einer mittelbaren Einlösung in Goldgeld identisch ist. Die Stabilität der einheimischen Währung wird dadurch ebensogut gewährleistet wie durch die effektive Goldeinlösungspflicht. Ja die Golddevisenwährung bietet noch gewisse Vorteile: die Zentralbank macht einen Zinsgewinn, wenn sie anstatt Gold in den Tresoren verzinsliche Golddevisen in ihrem Portefeuille hält, einen weiteren Vorteil bietet für sie die Beschränkung der Goldverwendung auf den „Auslandsverkehr" (denn so wirkt eine Beschräukung der Einlösung auf eine Devisenabgabe), als Schutzmittel gegen mögliche Gold-

---

[1]) Hahn 1924, S. 45.

gelüste des Inlandverkehrs;[1]) der grösste Vorteil der Goldkernwährung gegenüber der Goldumlaufswährung liegt in der Ermöglichung eines weniger häufig schwankenden Diskontsatzes. Die Zinspolitik des Zentralnoteninstituts wird dadurch erleichtert, dass sich in seinen Tresors der ganze Golddevisen- (respektive Gold-) schatz eines Landes ansammelt. Auf diese Weise gewinnt die Notenbank einen genaueren Ueberblick über Goldabname und Goldzunahme des Landes und hat bei Goldbedarf das Gold sofort verfügbar; während sie bei einer Goldumlaufswährung oft bei verhältnismässig geringfügigem Goldbedarf ihren Diskontsatz erhöhen muss, um Gold herauszuziehen. Ein Nachteil der Golddevisenwährung besteht allerdings in der grossen Abhängigkeit des einheimischen Geldmarktes von dem Lande, dessen Devisen als Notendeckung dienen. Dieses System kann aber noch lange aufrecht erhalten werden, da der Weltkrieg das frühere Goldwährungssystem völlig zerschlagen hat. Noch wird der Handelsverkehr durch Ueberreste der Kriegswirtschaft behindert: es seien die wenig liberalen Handelsverträge, der Zollprotektionismus, die Ausfuhrbeschränkungen für Gold und Devisen als die letzten Etappen des Kriegsetatismus [2]) im Geldverkehr [3]) hingewiesen.

Wir gehen jetzt einer Periode entgegen, in der die Golddevisen- (respektive Goldkern-) währung die Regel bilden, die

---

[1]) Machlup, S. 139.

[2]) v. Mises, S. 226.

[3]) Mit der Aufhebung der Devisenhandelbeschränkung in Deutschland und in Oesterreich hat sich die Situation wesentlich geändert. Die Bemühungen der deutschen und österreichischen Bankpolitik sind nunmehr auf eine Stärkung des Goldschatzes gerichtet. Durch die Goldausfuhrverbote wurde die Goldarbitrage verhindert, welche früher etwa Kursabweichungen prompt durch Geldexporte von Land zu Land ausglich.

In der letzten Zeit tritt das Problem in den Vordergrund: Ob Gold oder Golddevisen als Notendeckung geeigneter? Die folgende Tabelle gibt zunächst einen Ueberblick über die Veränderung in den effektiven Gold- und Golddevisenbständen während der ersten drei Monate nach der Rückkehr Englands zur Goldwährung:

	Gold		Golddevisen	
(1925)	30. IV.	31. VII.	30. IV.	31. VII.
Deutsche Reichsbank (Millionen R. M.	1014	1104	338	368
Oesterr. Nationalbank (Millionen Schilling)	11,2	11,3	347,4	464,8
Ungar. Nationalbank (Milliarden ung. Kr.)	621	621	2126	2025
Bank Polski (Millionen Zloty)	117,4	121,7	216,1	91,5

effektive Goldwährung zu den Ausnahmen gehören wird.[1]) Für gewisse Länder wie die Schweiz, Grossbritannien und Holland, deren Währungen die Goldparität erreicht haben, die über genügend Goldvorräte verfügen, um vorübergehende Schwankungen

---

Die nachstehende Zusammenstellung gibt das prozentuale Deckungsverhältnis zum Notenumlauf und Giro an:

	Gold		Golddevisen	
	30. IV.	31. VII.	30. IV.	31. VII.
	%	%	%	%
Deutsche Reichsbank	32,1	34	10,7	11,4
Oesterr. Nationalbank	1,3	1,3	42	53,6
Ungar. Nationalbank	8,8	9,4	30,4	30,8
Bank Polski	17,1	22,4	31,6	17

Vor allem fällt der ausserordentlich starke Goldbestand der deutschen Reichsbank auf, er hat am 31. Juli bereits drei Viertel des Vorkriegsbestandes erreicht. Die Erklärung für diesen starken Goldbestand ist in den Statuten der deutschen Reichsbank zu suchen, welche gerade in der Frage der Golddeckung von den Statuten der anderen Notenbanken erheblich abweichen. Die auf Grund des Dawesplans rekonstruierte Deutsche Reichsbank ist verpflichtet 40% ihres Umlaufs in Gold und Golddevisen zu decken, wobei jedoch drei Viertel dieses Barschatzes somit 30% des Umlaufs unbedingt aus Gold zu bestehen haben. Von der Leitung der Reichsbank wurde (Mitte Juli 1925) im Zentralausschuss eine Erklärung abgegeben, welche als ein Wendepunkt in der Goldpolitik der Bank zu bezeichnen ist: «Wir beabsichtigen in der Vermehrung unseres Goldbestandes fortzufahren. Wir betrachten die Devisendeckung lediglich als eine Hilfsmassregel und glauben, dass unbeschadet des Zinsverlustes die Deckung in gemünztem und ungemünztem Golde für eine Notenbank bei weitem vorzuziehen ist.» Der Entschluss der Deutschen Reichsbank bedeutet prinzipiell eine klare Stellungnahme im Meinungsstreite, ob zinstragende Devisenbestände oder Goldhortung die ideale Notendeckung darstellen. Im Gegensatz zu den Statuten der Reichsbank enthalten die Satzungen der österreichischen und ungarischen Notenbank keine zwingenden Vorschriften über die Höhe der Golddeckung. Die Bankleitungen haben in Oesterreich und Ungarn daher mehr oder minder freie Hand in der Anlage und Zusammensetzung der Notenreserve. Aber auch die österreichische Nationalbank hat sich entschlossen dem deutschen Beispiel zu folgen und allmählich den Goldbestand zu erhöhen. Als erster Schritt in dieser Richtung ist die (am 7. August 1925) verfügte Aenderung in der Kursnotierung der Dollardevisen zu betrachten; da in Zukunft die Kursschwankungen des Dollars sich innerhalb der Goldpunkte halten werden (statt 1,7% oberhalb oder unterhalb des bisherigen starren Kurses von 710,60 Schilling für 100 Dollars), ist wegen des Kursrisikos mit der Abnahme der Dollareinlieferungen an die Notenbank zu rechnen. Aber auch in positiver Richtung

[1]) Mlynarski, Krise, S. 51.

in der Zahlungsbilanz auszugleichen und die geordnete Finanzverhältnisse besitzen, erscheint die Wiedereinführung der effektiven Goldwährungen als das einzig Richtige. Andere Länder hingegen (Frankreich, Italien,[1]) Belgien,[2]) Portugal), müssen die Sanierung ihrer Finanzen damit beginnen, dass sie eine weitere Beanspruchung der Notenbank für die Bedürfnisse des Staates aus-

hat die Bank zum ersten Male seit ihrem Bestande ihren Goldbestand durch einen Goldkauf vermehrt. Der Ausweis vom 7. August 1925 zeigt eine Steigerung des Goldbestandes um 3,4 Millionen Schilling, das entspricht einem Kauf von Barrengold im Werte von 100 000 Lst.

Während die Ausweise der ungarischen Notenbank einen ziemlich stationären Zustand zeigen, fällt die Veränderung im Status der polnischen Notenbank vom 30. April bis 31. Juli durch die starke Abnahme des Devisenbestandes auf. Die Zunahme der polnischen Goldreserven macht nur wenige Prozente aus, der Devisenbestand zeigt eine Abnahme von fast 58%. (Näheres über diese letztere Erscheinung vgl. im speziellen Teil). Doch wird auch die polnische Notenbank nach der Stabilierung des Zloty zweifellos dem Beispiel der beiden anderen Notenbanken Mitteleuropas folgen.

[1]) Die Voraussetzungen für die Stabilierung der italienischen Lira sind gegeben: Das Budget befindet sich längst im Gleichgewicht, die Auslandsschuld ist durch vorteilhafte Vereinbarungen mit den Vereinigten Staaten und Grossbritannien geregelt, die innere schwebende Schuld ist für die nächsten 10 Jahre konsolidiert (Konsolidierung der kurzfristigen Schuld von 27½ Milliarden durch zwangsweise Konversion in eine fünfprozentige Anleihe auf der Basis eines Emissionkurses von 87½%), ferner verfügt das Notenemissionsinstitut über ansehnliche Auslandsbeträge zur Regulierung der Devise. Es lässt sich heute noch nicht übersehen, ob eine definitive Stabilierung schon in den nächsten Zeit beabsichtigt ist. Sowohl der Wirtschaft, damit sie in der Kalkulation, mit festen Umrechnungssätzen rechnen kann, als dem Staat, dessen Inlandsschuld die Auslandsschuld überwiegt, tut nicht Deflation, sondern endgültige Stabilierung not.

[2]) Der erste belgische Stabilierungsversuch vom Herbst 1925 war gescheitert. Der damalige Stabilierungskurs von 107 belgischen Franken für ein Pfund Sterling war zu hoch. Die Devaluation des belgischen Frankens auf Grund der Relation von 175 belgischen Franken zum Pfund Sterling ist nur die letzte Etappe des Sanierungswerkes, das sehr sorgfältig erwogen wurde. Die schwebende Schuld wurde von der Regierung auf wenig über 2 Milliarden Franken ermässigt, indem ein 4 Milliarden Franken übersteigender Betrag derselben in Vorzugsaktien der neu gebildeten nationalen Eisenbahngesellschaft umgewandelt wurde. Daneben besteht eine äussere schwebende Schuld in der Höhe von 24 Mill. Doll. für deren allmähliche Tilgung genügende Devisenvorräte bereit stehen. Das Budget des Jahres 1926 darf als ausgeglichen gelten. Der Erlös der Sanierungsanleihe von 100

schliessen. Dann erst können sie zur Stabilierung ihrer Währung auf Grund der bestehenden Parität durch Uebergang zur Goldkernwährung schreiten, wie dies unter viel schwierigeren Umständen Polen, [1]) Sowjetrussland, Oesterreich und Ungarn [2]) getan haben. Praktisch decken sich beide Systeme, denn das wirtschaftliche Gesetz, dass Gold von „teuren Ländern nach den billigen", [3]) fliesst, kommt auch bei der Goldkernwährung zur Geltung. Eine durch Devisenabfluss bei passiver Zahlungsbilanz verminderte Umlaufsmenge muss auf die weitere Erhöhung des Preisniveaus hemmend wirken. respektive die Preise auf ein Niveau zurückschrauben, das den Export und damit den Ausgleich des Defizits der Zahlungsbilanz ermöglicht.

Millionen Dollar (die Anleihe ist 7%ig und wurde ausgegeben zum Emissionskurs von 94%) fliesst in die Kassen des Emissionsinstitutes, das an eine mindestens 40-prozentige Gold- bezw. Golddevisendeckung gehalten ist. Nachdem Belgien zu Beginn des Jahres 1926 formell aus der lateinischen Münzunion ausgetreten ist, hat es durch Einführung der neuen Rechnungseinheit « Belga », welche genau $^1/_{35}$ eines Pfund Sterling entspricht, sich auch von der Münzeinheit des Franken losgetrennt. 1 Belga = 0,72 Schweizerfranken, 1 Belga = 5 belg. Franken, 1 Dollar = 7.192 Belga.

[1]) Die am 28. April 1924 eingeführte neue polnische Währung ist eine Goldkernwährung. Der Goldwert der Goldeinheit des Zloty wurde festgelegt, zugleich wurden aber die Noten der Bank von Polen zum gesetzlichen Zahlungsmittel erklärt und die Barzahlungen suspendiert.

[2]) Auch Ungarn hat, als einer der letzten Staaten im Osten Europas, sich entschlossen seine Währung zu stabilieren. Die ungarische Krone ist seit mehreren Jahren schon stabil und wird in allen Börsen Europas mit ganz geringen Schwankungen. die ungefähr denen des Dollars entsprechen, gehandelt. Ueber die Art der neuen Währung hat man eingehend und lange beraten: man erwog die Wiederaufnahme der Goldkrone oder die Einführung des englischen Schillings. Jede dieser Währungsarten hatte ebensoviel für sich wie gegen sich, und so entschloss sich die Regierung, als Einheit eine Rechnungszahl mit Namen « Pengö » einzuführen. die gewonnen wird durch die Division der Papierkrone durch den Divisor 12 500. Auf diese Weise gewann man eine Währungseinheit, die einer Goldparität von 0,175 Golddollar (oder ein Golddollar gleicht 5,71 Pengö) entspricht. Die neue ungarische Valuta basiert auf Gold; auf ein Kilogramm Feingold entfallen 3800 Pengö. Sie ist am 1. Januar 1927 eingeführt worden. Jedoch bleiben die Noten bis zu 100.000 Kronen und weniger bis zum 30. Juni 1927 gesetzliches Zahlungsmittel, während die Noten zu einer halben und einer Millicn vorläufig zeitlich unfixiert weiterlaufen.

[3]) Brown S. 23.

Doch erscheint die Goldkern- (Devisen-) währung nur als Uebergangstypus gerechtfertigt [1]) Das Endziel bleibt die effektive Goldwährung. Sie allein ist imstande, ihrem Geldmarkt eine weitgehende Unabhängigkeit von fremder Geld- und Kreditpolitik zu sichern. Deshalb müssen auch die Staaten mit Goldkernwährung bei fortschreitender Konsolidierung das Bestreben haben, allmählich wieder einen Goldschatz anzusammeln, der es ihnen ermöglicht, zur effektiven Goldwährung überzugehen.

Die Entscheidung für die eine oder andere Lösung des Währungsproblems — klassische, mechanische Regelung der Wechselkurse auf dem Wege der Bareinlösung, oder keine Bareinlösung, aber gesetzliche Pflicht der Zentralbank, die Parität aufrecht zu erhalten — wird letzten Endes von der Politik gefällt werden. Der Automatismus der effektiven Goldwährung entspricht am besten dem Prinzip des liberalen Staates, die Gestaltung der Wirtschaft dem freien Spiel der individuellen Kräfte zu überlassen; einer etatistisch orientierten Wirtschaftspolitik hingegen wird die zweite Lösung gemässer sein, die eine vorsorgende und ordnende Tätigkeit der zentralen Notenbank erfordert.

Wir sind am Schluss unserer theoretischen Ausführungen über die Notenbankpolitik angelangt; wir haben allerdings nicht dogmenhistorisch die Entwicklung der Notenbank (respektive der Diskontpolitik) verfolgt. Nun drängt sich die Frage nach ihrer künftigen Gestaltung auf. Ist wirklich jene Meinung, dass nirgends der Konservatismus so am Platze sei, wie im Währungswesen, aufrecht zu erhalten? Sollten wir in den letzten zehn Kriegs- und Nachkriegsjahren tatsächlich nichts vergessen und nichts gelernt haben, soll es für uns auch nach der Wiedereinführung der Goldwährung keine Problematik der Notenbankpolitik mehr geben? Nein! Gewiss darf an dem von manchen Seiten angegriffenen mechanischen Kriterium, dem Stand der Reserven nicht gerüttelt werden. Ein Berliner Doktorand meinte in seiner im Jahre 1921 geschriebenen Dissertation, dass „eine Befreiung von der Rücksichtnahme auf die Golddeckung der Notenbanken, die bisher einen äusserlichen, allerdings rein willkürlichen Anhaltspunkt abgab, einen Fortschritt bedeutet, wenn sie durch eine durch Konjunkturbeobachtung gestützte, praktisch verwertbare Liquiditätstheorie erreicht werden kann, das Geldproblem der

---

[1]) Bauer

kapitalistischen Wirtschaft hat aufgehört, ein Problem zu sein, es muss im Kredit- und Konjunkturproblem — beide noch ungelöst — aufgehen." [1]) Dem Kredit- und Konjunkturproblem gegenüber erwies sich jedoch die Diskontpolitik in allen der Inflation verfallenen Ländern als machtlos, es zeigte sich, dass bei der Kreditgewährung in sinkender Mark kein Mittel ausfindig gemacht werden konnte, um dem Missbrauch zu steuern. Es gibt kein Kreditproblem ohne Geldproblem, erst die Rücksichtnahme des Kreditprinzips auf das Umtauschprinzip heisst wirksame Diskontpolitik treiben. Die Notenbank- respektive Diskontpolitik soll aber auch an der Lage der Volkswirtschaft orientiert, mehr „organisch" gestaltet werden. Gewiss haben Fisher und Keynes in dieser Hinsicht grosses geleistet und „die Zukunft wird dieses Verdienst würdigen und daraus Nutzen ziehen." [2]) Auch nach der Wiedereinführung der Goldwährung in den einzelnen Ländern sollen die Zentralnotenbanken die Möglichkeit selbständiger Kreditpolitik haben, die an wirtschaftlichen Gesichtspunkten orientiert werden muss, denn die Metalldeckung kann kein unmittelbares Kriterium für die Kreditpolitik abgeben. [3]) Die Notenbank soll mit Hilfe einer festgefügten Preis- und Geldtheorie durch gewissenhafte und genaue Beobachtung all der mannigfachen, in stetem Flusse befindlichen Preisbestimmungsgründe die Ursachen einer möglichen künftigen Preissteigerung zu ergründen suchen. [4]) Der Stand der Handelsbilanz, die Höhe der kurzfristigen ausländischen Kredite, das Verhältnis zwischen Devisenangebot und -nachfrage an der Börse, der Intensitätsgrad der Produktion, Importaussichten, der Stand der Arbeitslosigkeit, die Höhe des Zinsfusses im Privatverkehr, die wachsende Beanspruchung des Giroverkehrs, in allererster Linie die Bewegung der Preisindexziffern — dies sind die Kriterien, welche der Kreditpolitik einer Notenbank die Richtung weisen können.

Die Heterogenität dieser Kriterien bereitet bei der Beurteilung der Marktlage natürlich Schwierigkeiten, hauptsächlich in Län-

---

[1]) Silex S. 34.

[2]) Schumpeter Archiv 54, S. 311.

[3]) Das Regulativ des Deckungsverhältnisses wirkte langsam, und deshalb konnte die Kreditexpansion jahrelang vor sich gehen, ehe die Banken wirksame Schritte unternahmen, um sie aufzuhalten. (Vgl. Hawtrey-Konjunktur.)

[4]) Kellenberger 1917, S. 363.

dern mit wenig ausgebautem statistischem Apparat; es bedarf daher einer gewissen Institution, um zu erkennen, inwiefern der Markt die Notenbank zu Spekulationszwecken in Anspruch nimmt.

Die Bewegung der Indexziffern, die am deutlichsten zeigt, wie weit das Gleichgewicht zwischen Produktion und Geldumlauf aufrecht erhalten wird, kann aber nicht einmal als Masstab dienen, wie in England Hawtrey, Bellerby und andere Wirtschaftstheoretiker glauben. [1]) Denn die Statistik begnügt sich mit einer Feststellung der bereits eingetretenen Veränderung, während die Notenbank gerade die künftige Gestaltung des Preisniveaus voraussehen soll. Freilich werden falsche Prognosen vorkommen; aber mit einem gewissen Instinkt können die kommenden Veränderungen im Wirtschaftsleben vorausgeahnt werden. Die Automatik der Goldwährung bildet zugleich die Grenze der Diskontpolitik und gewährleistet am besten die Kreditkontrolle. Die Kreditexpansion trägt in sich den Keim der Selbstzerstörung, welche dann in der Krise und Depression vor sich geht. Die mit dem Index als Hauptinstrument arbeitende ökonomische Wetterkunde soll die Wege weisen. [2]) Die Kreditkontrolle, in Verbin-

---

[1]) Mlynarski Krise, S. 112.

Bellerby erweist sich als Indexgläubiger strengster Observanz, für den kein Zweifel darüber besteht, dass eine völlige Stabilierung des Preisnivaus (constant price-normal system) auch schon die Ausschaltung aller monetären Störungen des Wirtschaftprozesses zur Folge haben müsse. Ein auch andere Kriterien (etwa die Indices der Produktion, des Handels, der Beschäftigung usw.) berücksichtigendes System, bezeichnet Bellerby als « composite system ». (Vgl. Bellerby.)

[2]) Vgl. Pfau. Den Weg der Anwendung verfeinerter statistischer Untersuchungsmethoden hat das Harvard-Institut, das durch die Ausgestaltung seines Wirtschaftsbarometers die Führung in der amerikanischen Konjunkturforschung für sich in Anspruch nehmen kann, eingeschlagen und wie die bisherigen Ergebnisse zeigen, mit ansehnlichem Erfolg. Die Konjunkturstudien des Harvard-Instituts bauen sich auf 2 Voraussetzungen auf:

1. ökonomisch auf der Konjunkturmorphologie;
2. methodisch auf den Hilfsmitteln der mathematischen Statistik, besonders der Korrelationsrechnung. Durch systematische Korrelationsuntersuchungen wird der Abhängigkeitsgrad zwischen den als symptomatisch vermuteten statistischen Reihen bestimmt. Es werden 3 Gruppenreihen bezw. Kurven gebildet, die folgende Erscheinungskomplexe zum Ausdruck bringen: Kurve A — die Spekulation, Kurve B — den Geschäftsgang (General Business Acti-

dung mit der Konjunkturstatistik ist das beste Mittel, möglichstes Gleichmass und tunlichste Stetigkeit der wirtschaftlichen Entwicklung zu sichern. [1]) Durch Kreditkontrolle kann im Rahmen eines Goldwährungssystems in gewissem Umfang die Amplitude der Konjunkturschwankungen, soweit sie auf monetäre Ursache zurückgehen, verkleinert werden. Wird die Kreditexpansion aufgehalten, bevor sie zu weit geht, so wird, ausser einer leichten und vorübergehenden Depression alles vermieden. Auf der Genueser Konferenz im Jahre 1922 stimmt man für Europa im Prinzip einer internationalen Zusammenarbeit zu. [2]) So sehr die Rückkehr zum Goldstandard als Symbol des Strebens nach Rückkehr zu Vorkriegsverhältnissen zu würdigen ist, so wenig vermag sie die Machtverschiebung zwischen Europa und Amerika [3]) und die psychologische Einwirkung der letzten zehn Jahre aus der Welt zu schaffen. Voraussetzung [4]) für die Wirksamkeit der Gold-

vity), Kurve C — den Geldmarkt. Nach der übereinstimmenden Ansicht der amerikanischen Autoritäten sowohl der Wirtschaftswissenschaft als auch der praktischen Volkswirtschaft trägt die Konjonkturprognose und die bessere statistische Erfassung der ökonomischen Vorgänge nicht zu einer Verschärfung der Extreme des Konjunkturzyklus, welchen wir Krisen nennen, bei. Es erfolgt im Gegenteil ein Ausgleich der Schwankungen und Milderung der Gegensätze. Die Arbeiten des Haward-Institutes über das « Scientific Business Forecasting » haben auch in Europa den zunächst herrschenden Skeptizismus überwunden und gaben Veranlassung zur Verwendung gleicher Prinzipien in England, Frankreich, Schweden, kürzlich auch in Italien. Das vor Jahresfrist gegründete deutsche « Institut für Konjunkturforschung » geht, in der Idee wenigstens, auf die gleiche Veranlassung zurück.

[1]) Freilich ist die Automatik der Goldwährung gegenüber einer internationalen Kreditexpansion machtlos. Die Kreditkontrolle müsste in diesem Falle nach international einheitlichen Gesichtspunkten erfolgen. (Vgl. Röpke.)

[2]) Die Internationale Vereinigung für sozialen Fortschritt erstrebt unter anderem die Bekämpfung der Arbeitslosigkeit durch internationale Kreditkontrolle. (Vgl. Die Zukunft der Arbeit, Heft 1 1926.)

[3]) Prof. Lederer spricht von einer Konjunktur-Diktatur Amerikas, das durch Ausdehnung seines Kredits Konjunkturen hervorrufen, durch Einschränkungen desselben wirtschaftliche Möglichkeiten ersticken kann und auf diese Weise in immer höherem Masse im Stande ist, das ökonomische Wetter der Welt zu machen.

[4]) Dalberg.

währungautomatik ist, dass die wichtigsten Handelsländer zu voller Goldwährung übergehen und dass eine weitgehende Solidarität der Geldmärkte der Welt wiederhergestellt wird, die es ermöglicht, kleine Zinsspannen durch Kapitaltransferierung auszunutzen.

Die Restitution der Goldwährung ist zwar eine Frage freier Entschliessung eines jeden Landes; solange jedoch die Verbindung zwischen den Geldmärkten gestört ist, kann ein automatisches Abströmen des Kapitals nach dem Lande des höchsten Zinsertrages nicht erfolgen.

Heute ist der internationale Ausgleich der Kapitalbewegung noch vielfach gehemmt, die Aenderung des Zinssatzes in einem Lande übt daher keine erhebliche Wirkung auf die internationale Kapitalbewegung aus. Die Diskontpolitik vermag unter den heutigen Verhältnissen nicht mehr, die Kapitalbewegung zu beeinflussen. Die Praxis stellt gegenwärtig stärkere Anforderungen an die ökonomischen Kenntnisse der Leitung der zentralen Notenbank als dies vor dem Kriege der Fall war, wo die einfachen Merkmale der Goldbewegung und des Deckungsverhältnisses als Richtlinien der währungspolitischen Massnahmen meistens ausreichten. Nur starkes Verantwortungsgefühl der Leiter der Notenbanken kann sie vor einem Missbrauch der in ihre Hände gelegten Macht bewahren.

Die Jahre 1924—1926 sind gekennzeichnet durch das allgemeine Streben nach einer Konsolidierung des Geldwesens und durch staunenswert rasche und weitreichende Erfolge auf diesem Gebiete, selbst in den Ländern, die im Jahre 1923 noch an der unheilvollsten Zerrüttung von Währung und Wirtschaft krankten. Die Gesundung der Geldverfassungen förderte auch die internationale Verbindung der Geldmärkte, welche die sicherste Gewähr für den Erfolg der nationalen Währungsreformen bietet.

Aehnlich urteilte Stephan Bauer in seiner im Jahre 1920 geschriebenen Glosse zur Währungsreform (Zeitschrift für Schweizerische Statistik und Volkswirtschaft): „Unseres Erachtens können nationale Währungsreformen im gegenwärtigen Zustande der Volkswirtschaft erst dann erfolgreich in Angriff genommen werden, wenn die Grundzüge der internationalen Währungsreform feststehen.”

IV. ABSCHNITT

Die polnische Landesdarlehenskasse.

1. Kapitel:

Die tabellarische Darstellung der Geschäfte der P.K.K.P.

Im Anhang folgen die Bilanzen der P.K.K.P. für die Jahre 1919—1923 nach dem Schema der Völkerbundspublikation: «Mémorandum sur les banques centrales» tabellarisch dargestellt.[1]) Eine Bilanzanalyse würde hier zu weit führen, es sei nur das Verhältnis zwischen der Goldreserve und dem Notenumlauf am Ende jedes Quartals der Jahre 1920—1923 (in Prozenten des Notenumlaufes) angegeben.

		1920	
III.	VI.	IX.	XII.
0,065	0,031	0,027	0,025
		1921	
III.	VI.	IX.	XII.
0,018	0,014	0,013	0,011
		1922	
III.	VI.	IX.	XII
0,012	0,010	0,007	0,005
		1923	
III.	VI.	IX.	XII.
0,002	0,001	0,0005	0,00004

2. Kapitel:

Die Diskont- und Kreditpolitik der P.K.K.P.

Die polnischen Banken waren den komplizierten Aufgaben, die ihnen bei der Wiederherstellung der politischen und wirtschaftlichen Unabhängigkeit Polens zufielen, keineswegs gewachsen. Der wirtschaftliche Neuaufbau des selbständigen Staates Polen erforderte eine grundlegende Umorganisierung des polnischen Bankwesens. Zudem standen die polnischen Banken diesen neuen Aufgaben ohne Unterstützung des Auslandskapitals gegenüber. Dennoch entwickelte sich eine rege Tätigkeit; dies zeigt sich vor allem in den Neugründungen, die von der Inflation

[1]) Vgl. Anhang 1.

begünstigt wurden. Die Spekulation, der dauernde Kurssturz, das ständige Schwanken der Devisen brachten die inländischen Banken wiederholt an den Rand des Zusammenbruchs. Die Banken sind zu den Hauptleidtragenden der Inflation geworden,[1]) wiewohl sie die öffentliche Meinung zum Nutzniesser der Inflation stempelte. Die in den Wirkungskreis der Privatbanken gehörenden Aufgaben drängten sich an die Zentralnotenbank heran. Die Hauptaufgaben der Notenbank (Regelung des Zahlungsmittelumlaufs und Schutz der Währung) sind zurückgetreten vor der finanzpolitischen Aufgabe, mit der Notenpresse den unheimlichen Geldbedarf des Staates und später auch der Wirtschaft befriedigen zu helfen. Polens Lage war von vornherein schwierig. Bei einer näheren Analyse der Inflationsjahre muss man sich stets vor Augen halten, dass die polnische Wirtschaft, die nach dem Umsturz buchstäblich vor dem Nichts stand, niemals in der Lage gewesen wäre, an ihren Wiederaufbau zu schreiten, wenn sie nicht die Inflationskonjunktur hätte ausnützen können. Die inneren Anleihen waren eine starke Belastung für die Bevölkerung, ohne dass sie den gesteigerten Anforderungen gerecht wurden. Ende 1921 gelang es Michalski, das Vertrauen zur Polenmark zu heben. Die durch den Michalskischen Deflationsversuch hinaufgesetzte Währung erlangte im Auslande eine verstärkte Kaufkraft und hatte eine Importprämie zur Folge. Das Schwinden der Exportprämie brachte in alle Exportindustrien eine Stockung, die zur Betriebseinschränkung und Arbeiterentlassung führte. Um den Gang der Industrien aufrecht zu erhalten, hielt es der Finanzminister für notwendig, eine grössere Dosis von Inflationskrediten anzuwenden. Das war der Wiederbeginn der Inflation (als Staats- und Privatinflation). Die P.K.K.P. erweiterte ihre Kredite, ohne dass man von einer Diskontpolitik sprechen könnte. Der Diskontsatz war künstlich niedrig gehalten; er belief sich im Jahresdurchschnitt in %:

1920	1921	1922	1923
6	6,33	7	7

[1]) Erst die Goldbilanzen der Banken zeigten die wahre Lage. Keine einzige Bank vermochte selbst das (in Gold) eingezahlte Aktien- und Reservekapital zu erhalten. Die grösste Vorkriegsbank auf polnischen Gebieten „Warszawski Bank Handlowy" (Warschauer Handelsbank) konnte kaum 1/6 ihres Aktienkapitals retten, die „Bank Zwiazku Spólek Zarobkowych" verlor 1/8 des Aktien- und Reservekapitals. Andere Banken fielen demselben Schicksal zum Opfer.

Mangels entsprechenden Wechselmaterials wurden auch Finanzwechsel industrieller Unternehmungen zum Diskont entgegengenommen. Mit einer Propaganda für den «veredelten» Zahlungsverkehr hätte man nur dann das weitere Sinken der Kaufkraft des Geldes verhindern können, wenn entsprechend seiner Ausbreitung der Notenumlauf vermindert worden wäre. Die bargeldlosen Zahlungsverbesserungen der P.K.K.P. wirkten in derselben Weise auf die Warenpreise, wie die Ausdehnung des Papiergeldumlaufes. Angeregt dadurch, dass der offizielle Zinssatz unter dem Satz des natürlichen Kapitalzinses stand, schlugen die Banken eine largere Kreditpolitik ein. Die Preisgabe der Liquidität der Notenbank hat auch eine solche der Nichtnotenbanken zur Folge; die Kreditinflation ist lediglich eine Begleiterscheinung der Noteninflation. Das Kreditgewähren in der polnischen Mark zehrte am volkswirtschaftlichen Kapital, wenn auch diese gewaltigen Opfer im volkswirtschaftlichen Sinne nicht ganz vergebens waren. Ernst zu nehmende Volkswirte in Polen sind der Ansicht, dass die Geldentwertung durch die Notenpresse segensreich, ja unvermeidlich war. Dank der fiskalischen Inflation wurden Eisenbahnen, Post, Telegraph, Strassenbahnen und Staatsgebäude instand gesetzt, und dank der Inflation für wirtschaftliche Zwecke konnte der Wiederaufbau der zerrütteten Volkswirtschaft in Angriff genommen werden. Die Entwertung der Polenmark war für Polens Industrialisierung die grösste Stütze, im Jahre 1923 beläuft sich der Wert der polnischen Industrieerzeugnisse schon auf 4,9 Milliarden Goldfranken, also auf 80 % der Vorkriegsproduktion. Die Mobilisierung der nationalen Produktivkräfte intensivierte den Beschäftigungsgrad. Auf der andern Seite jedoch hinderte die Inflation die Neubildung von Produktivkapital. Die Kreditquellen trockneten aus, bei gleichzeitiger Vergrösserung des Produktionsapparates verringerte sich das Betriebskapital. Es entstand ein Widerspruch, der eine Lösung erheischte. Der Zusammenbruch der Währung im 2. Halbjahr 1923 machte endlich vollkommen klar, dass die Mark ihre Aufgabe als Uebergangsvaluta vollauf erfüllt hatte, und dass die Einführung einer neuen, auf Gold basierenden Währung unbedingt notwendig wurde. Am 6. Dezember 1923 endlich genehmigte das Parlament das Goldrechnungssystem für alle vom Staate erhobenen Abgaben. Diese theoretische Einheit stellte den Wert eines Gold-

frankens (Zloty) dar, berechnet auf Grund des Londoner Goldpreises. Nachdem nun das Parlament der Regierung weitgehende Vollmachten verliehen hatte, liess diese am 11. Januar 1924 ein erstes Dekret in Kraft treten, das sozusagen das Programm der zu verwirklichenden Reform darstellte. Dieses Dekret bestimmte die Errichtung einer neuen auf Gold-Monometallismus basierenden Geldeinheit. Durch ein zweites Dekret vom 1. Februar 1924 wurde die P.K.K.P. unter die Kontrolle einer Kommission gestellt, die mit der Liquidation der P.K.K.P. beauftragt wurde; gleichzeitig wurde jeder weitere Vorschuss der Kasse an die Regierung verboten, so dass von diesem Datum ab die fiskalische Notenausgabe eingestellt werden musste. Die P.K.K.P. löste sich somit in den letzten zwei Monaten ihrer Existenz langsam von den Staatsfinanzen los, verwandelte sich in ein selbständiges Noteninstitut und bereitete sich vor, ihre Erbschaft der Bank von Polen zu übertragen.

V. ABSCHNITT

Der Wert der Polenmark.

1. Kapitel:

Der Binnenwert der Polenmark.

Die Quantitätstheorie ist auf einer im Grunde zutreffenden Beobachtung aufgebaut, sie gibt uns aber nur einen Ausschnitt aus der Entwicklung des Geldwertes, nur eine Ursache der Geldwertänderungen an. Die Preisbildung ist abhängig von Wertungen, von einem dynamischen Geschehen auf den Märkten. Von einem Parallelismus zwischen den beiden Bewegungen der Geldvermehrung und der Preissteigerung kann keine Rede sein. Das Geldwertproblem ist einfach das Kaufkraftproblem, und dieses ist lediglich abhängig vom Geldpreise der einzelnen Waren. Durch das System der Indexzahlen, das die vielfältige und ungleiche Preisbewegung kennzeichnet und auf eine Ziffer bringt, ist die Möglichkeit gegeben, die Bewegung der Preisgesamtheit in der Zeit zu beobachten.

Die Grosshandelsindexzahlen, die erst seit Oktober 1921 durch das Statistische Hauptamt in Warschau ermittelt werden, eignen sich am besten zu Vergleichszwecken mit den Notenindices. Unten folgt die prozentuale Angabe der Differenz zwischen Notenumlauf und Preisen in je einem Quartal.

	1921	1922			
	IV.	I.	II.	III.	IV.
Noten	+ 50.2	+ 9.2	+ 19.7	+ 54.5	+ 71.7
Preise	— 5.2	+ 29.2	+ 18.9	+ 73.7	+ 127.3

	1923			
	I.	II.	III.	IV.
N.	+ 132	+ 94	+ 214	+ 1.020
P.	+ 185	+ 90	+ 288	+ 1.849

Nach unseren Tabellen besteht zwischen der Zunahme der Umlaufsmittel und der Preissteigerung kein exakter Parallelismus. Entgegen der Formel Fisher's ist der Zusammenhang von Preis und Geld nur mittelbar. Die Höhe des Geldwertes hängt ab von dem Verhältnisse zwischen Gütern und den zum Verbrauch bestimmten Einkommensteilen. Die im 2. Halbjahr 1923 besonders grosse Diskrepanz zwischen Notenumlauf und Preisniveau ist auf

die potenzierte Umlaufgeschwindigkeit des Geldes zurückzuführen. Die Teuerung in Polen rührte sowohl von der Geld- als auch von der Warenseite her. Schematisch stellt sich der Ursachenkomplex folgendermassen dar:

Entstehung des polnischen Staates

Defizit im Budget — Künstliche Niederhaltung des Zinsfusses

/

Inflation

A) (Sinken des Markkurses) | B) (Warenpreissteigerung
/ | /
Valutenmarkt | Warenmarkt
/ | /
Preissteigerung der Devisen | Warenpreissteigerung
/ | /
Warenpreissteigerung | Preissteigerung der Devisen

/

Rückwirkung auf Staatsbudget und erweiterte Kreditansprüche der Privaten.

2. Kapitel:

Der Aussenwert der Polenmark.

Der Weltkrieg griff in das feine Gefüge des internationalen Zahlungsverkehrs ein. Der Weltmarktpreis verschwand, an seine Stelle traten die lokalen Preise der, die einzelnen Artikel produzierenden Länder. Wohl bildeten sich auch jetzt Wechselkurse, sie verloren aber ihre Schwankungsgrenzen. Der eigentliche Bestimmungsgrund des Wechselkurses lag jetzt im Verhältnis zwischen der inneren Kaufkraft des Geldes in dem einen und dem andern Lande. Dieses Verhältnis stellte die Gleichgewichtslage des Wechselkurses dar und wird als Kaufkraftparität zwischen den beiden Ländern bezeichnet. Die Valutakurse sind somit durch die Kaufkraft, die der Einheit jeder Geldart zukommt, gegeben. Die Preisgestaltung und die durch die Preisdifferenzen ausgelösten Käufe und Verkäufe machen die Zahlungsbilanz aus, nicht aber wird das Preisniveau durch die Zahlungsbilanz beeinflusst, wie die Zahlungsbilanztheorie meint. Untenstehende Ta-

belle zeigt die Bewegung des Aussenwertes der polnischen Währung.

Dollarkurs in Warschau:

31. XII. 1918 —	8	
„ „ 1919 —	110.7	Februar 1924
„ „ 1920 —	605.7	
„ „ 1921 —	2 950.0	9.4 Millionen Mark
„ „ 1922 —	17 782.0	(Stabilisierungsniveau!)
„ „ 1923 —	6.250 000	

Kurs des Dollars in Prozenten der Parität und Differenz zwischen dem effektiven Wechselkurs und dem theoretischen Wechselkurs, errechnet aus der Beziehung zwischen den Preisen Polens und der Vereinigten Staaten[1]).

	Index Polens dividiert durch den Index der U. S. A. (a)	Mittelkurs der polnischen Mark für den letzten Monat jedes Quartals in % des Parikurses auf New-York (b)	Unterbewertung des effektiven Wechselkurses im Vergleich zur Kaufkraftparität in % des letzteren ausgedrückt (c)
1920 März	—	3 516.5	—
Juni	—	3 783.5	—
September	—	5 511.5	—
Dezember	—	13 182.6	—
1921 März	—	18 746.4	—
Juni	—	29 060.6	—
September	—	88 891.0	—
Dezember	41 296.3	76 837.0	+ 86.1
1922 März	48 300.7	100 408.0	+ 107.9
Juni	55 442.7	97 984.0	+ 76.7
September	94 167.3	190 263.6	+ 102.0
Dezember	196 359.0	415 000.0	+ 108.2
1923 Dezember	69 617 251.0	108 838 000.0	+ 57.7

(c) = Differenz zwischen (b) und (a) ausgedrückt in Prozenten des (a)

Unserer Tabelle entnehmen wir, soweit die Indexzahlen vergleichbar sind und nicht andere Hindernisse sich einem Ausgleich entgegensetzen, dass der Wechselkurs für Polen ungünstiger war, als es die Kaufkraftparität rechtfertigen

---

[1]) Zusammengestellt und ergänzt nach den Tabellen des Memorandum sur les monnaies 1913—1922, Seite 36, 180, Genève 1923 und 1913—1923, Seite 36, Genève 1924.

würde. Der natürliche Ausgleich der Parität durch Waren- und Effektenverkehr wurde durch die Erschwerungen des Verkehrs verhindert. Es ergab sich somit eine Konjunktur des zwischenstaatlichen Handels, und wie Pilze entstanden damals in Warschau Import- und Exportfirmen. Neben der primären Ursache für den Rückgang des Aussenwertes — dem gestiegenen Preisniveau des Landes — pflegt man als weitere Gründe noch die Passivität der Handelsbilanz, das mangelnde Vertrauen in den Bestand der jungen Währung, die Verflechtung der Polenmark mit der deutschen Reichsmark zu nennen. In den ersten Jahren war die Passivität der Handelsbilanz gewiss eine der Ursachen des polnischen Währungsverfalls, seit dem Jahre 1922 aber trägt die Handelsbilanz sicherlich nicht die entscheidende Schuld; ja das schärfste Inflationsjahr — das Jahr 1923 — weist sogar ein Handelsbilanzaktivum von 71 100,— Goldfranken auf! Die Wirkung der Spekulation sowohl des In- als des Auslandes war beschränkt, letzten Endes kann sich der Kurs von dem Stande, den das Verhältnis der Kaufkraft bedingt, nicht weit entfernen. Auch nicht vom Reichtum des Landes hängt die Bewertung des Geldes ab. Die «Flucht aus der Mark» symbolisiert die Befreiung der Wirtschaft von einem Gelde, das nach und nach seine Funktion als Wertaufbewahrer, Preisausdruckmittel und endlich sogar als Tauschmittel nicht mehr zu erfüllen vermochte. Aus einer Parallelität der Wertbewegungen der deutschen Reichsmark und der Polenmark lässt sich noch keine Kausalität ableiten. Es muss aber zugegeben werden, dass der deutsche Marksturz den polnischen Export nach Deutschland in ganz besonderem Masse schwächte und mittelbar den polnischen Währungssturz beschleunigte. Die Stützungsversuche des Aussenwertes der Polenmark gingen von der Warenseite aus, obwohl der Sitz der Krankheit zum grossen Teil im Gelde selbst lag. Deshalb blieben alle Massnahmen ohne Erfolg, die durch eine Politik gesteigerter Ausfuhren Korrekturen an der Handelsbilanz und damit eine Besserung des Aussenwertes herbeiführen wollten. Was die Beziehungen zwischen Wechselkursen und Preisen in Polen betrifft, so lassen sich drei Perioden unterscheiden. In der 1. Periode (bis zum Herbst 1920) ist die äussere Kaufkraft des Geldes grösser als die innere — hierin kommt das Misstrauen der Bevölkerung gegenüber eigener Währung zum Ausdruck. Im 2. Zeitabschnitt, der bis Mitte 1922 währt, ist die

innere Kaufkraft des Geldes grösser als die äussere. Diese Diskrepanz veranlasst das Ausland, einen stetigen Strom von Kaufkraft auf den Inlandsmarkt zu lenken. Im 3. Zeitabschnitt (bis September 1923) vollzieht sich ein Ausgleich des ausländischen mit dem inländischen Preisspiegel. Seit September 1923 kamen innere und äussere Kaufkraft ins Gleichgewicht. In ihrem Anpassungsprozess an die äussere Kaufkraft der Mark erreichten die Preise immer mehr die Weltparität und überschritten diese sogar im letzten Stadium.

VI. ABSCHNITT

Die polnische Devisenzentralenpolitik und Devisenreglementierung.

Auch Polen betrieb — wie alle von der Inflation betroffenen Länder — eine Politik der Eingriffe in den Verkehr mit Devisen und effektiven Valuten. Die Zentralisierung des Devisenverkehrs ist die währungspolitische Folge der zahlungsbilanztheoretischen Einstellung. Die Devisenzentrale verfolgt einen dreifachen Zweck:

1. sie verringert den Bedarf an ausländischen Zahlungsmitteln und damit die Grösse der Nachfrage;
2. sie vergrössert das Ausmass des Angebotes (Zwang zur Ablieferung des Ausfuhrerlöses);
3. sie sucht eine wirksame Marktregelung zu ermöglichen durch Umleitung des gesamten Handelsverkehrs über eine Zentralstelle; (der Erfolg der letzten Massnahme ist abhängig von den in den beiden ersten Gruppen erzielten Erfolgen).

Schon im September 1919 errichtete Polen eine Devisenzentrale, die zuerst durch eine Devisenkommission ersetzt wurde, dann durch die Einführung eines Systems, nach dem nur sogenannte Devisenbanken Devisen kaufen und verkaufen dürfen. Bis Anfang 1921 bestand auch die Bestimmung, dass Exportwaren in ausländischer Valuta zu fakturieren seien, und dass diese Exportvaluta an die P.K.K.P. abzuführen sei. All diese Massregeln waren palliativer Natur. Die Devisennachfrage hätte wirklich eingedämmt, die Wechselkurse hätten verbessert werden können, wenn man den Betrag, um den man die Einfuhr ver-

mindern wollte, durch Steuern weggenommen und sodann aus dem Verkehr gezogen hätte; will sagen, durch einen Uebergang zur Deflationspolitik! Eine unmittelbare Folge der ungeeigneten Regierungsmassnahmen war die Entstehung der sogenannten schwarzen Börsen, d. h. einer Organisation des illegalen Valutahandels. Das Jahr 1923 brachte eine ganz rigorose Anwendung der devisenpolitischen Anordnungen: eine unzweckmässige Interventionspolitik, Schliessung der Börse im Juni, Notierung fiktiver «offizieller» Kurse, körperliche Untersuchungen auf den Besitz von Valuten hin. Die Folgen der Intervention und der Notierung unwahrer Kurse waren für den Staat dreifach schädlich.

1. Die Staatskasse wurde direkt geschädigt durch den Verkauf der Valuten unter Wert;
2. das daraus entstandene Defizit musste wieder durch die Notenpresse gedeckt werden, gab somit Anlass zu weiterer Senkung der Kurse;
3. die Verpflichtung der Exporteure, einen Teil der Exportvaluta zu künstlich niedrig gehaltenen Kursen abzugeben, hemmte die Ausfuhr und somit das Angebot an Devisen, welche übrigens an der schwarzen Börse zum Verkauf gelangten.

Am 6. Februar 1924 erfolgte die völlige Einstellung der Notenpresse für staatliche Kreditzwecke. Die P.K.K.P., bisher durch die Zwangskurse die meist gemiedene Abnehmerin für Zahlungsmittel, begann dem privaten Devisenhandel wirksame Konkurrenz zu machen. Der Dollar stürzte von seinem höchsten Januarstand von 10,25 Millionen auf 9,4 Millionen und konnte auf diesem Niveau stabilisiert werden. So begann die P.K.K.P. den Devisenmarkt zu beherrschen. Kurz vor Einführung der neuen Währung erliess die Regierung eine Neuregelung der Devisenbestimmungen, die im Ergebnis auf eine Milderung der Devisenvorschriften hinauslief. Das gesamte Devisengeschäft im Inlande wurde freigegeben, der Ausländer kam in die Lage, sich Währungs- und Polenmark-(Zloty)konten bei allen Devisenbanken anzulegen und im Rahmen der Guthaben darüber unbeschränkt zu verfügen. Obige Anordnungen lockten Fremdwährungen und Devisenreserven hervor. Der Uebergang von der Devisenzentralisierungspolitik zur zentralen Devisenpolitik ist damit vollzogen worden.

VII. ABSCHNITT

1. Kapitel:

Die Gestaltung des polnischen Budgets.

Polens Notenbank- und Währungspolitik steht in engem Zusammenhang mit seinen Staatsfinanzen. In den ersten Jahren des neuen Staates konnte keine Rede von der Aufstellung eines Budgets sein. Die in den Jahren 1918, 1919 und 1920 ständig anwachsenden Staatsausgaben mussten budgetlos hingenommen und mit Hilfe der Notenpresse gedeckt werden. Erst der Finanzminister Michalski konnte im Herbst 1921 an den Versuch einer Budgetaufstellung herantreten. Aber angesichts der fortschreitenden Geldentwertung verloren die Polenmarkziffern dieses Budgetversuches sehr bald jeden Zusammenhang mit der Wirklichkeit. Sowohl die Einnahmen- als auch die Ausgabenseite des Budgets können als Spiegelbild der Nöte Polens gelten. Die Investierungsausgaben bedeuteten für Polen, das seinen gesamten Staatsmechanismus und seine Volkswirtschaft erst aufzubauen hatte, eine enorme Belastung. Die Vereinheitlichung des Bahnsystems der früheren Teilgebiete stellte gewaltige organisatorische und Investitionsanforderungen. Durch Niedrighaltung der Holz- und Kohlenpreise stellte sich der Staat unmittelbar in den Dienst des Wiederaufbaus. Das Budget 1922 ist das erste, das den Anforderungen, die an ein geordnetes Budget gestellt werden müssen, entspricht. Neben dem ordentlichen Etat ist ein Investitionsetat aufgestellt worden, woraus man ersehen kann, wie Polens finanzielle Ausgaben zu beurteilen sind. Der Etat 1923 zeigt folgende Ausgaben und Einnahmen:

	Voranschlag	Wirkl. Ergebnis	
Einnahmen	984.1	426.8	in Millionen Zloty
Ausgaben	1 694.4	1 118.8	
	710.3	692.0	

Der Aufwand für Eisenbahnen und Heer betrug 65,6 % sämtlicher Ausgaben.

Zu Beginn des Jahres 1924 trat eine entscheidende Wendung ein. Die Regierung Grabski verstand es, unter Ausnützung der

allgemeinen Panikstimmung, vom Sejm die weitgehendsten Vollmachten zu erwirken, um, gestützt auf diese Vollmachten, an die radikale Finanzreform herangehen zu können. Dass er dabei die Wirtschaft völlig ausser Acht liess, hat sich später als am meisten schädlich erwiesen. Nach dem Sanierungsprojekt Hilton Youngs sollte eine Auslandsanleihe aufgenommen werden, welche die in den ersten Jahren unvermeidlichen Budgetdefizite hätte decken sollen. Als höchste zulässige Ausgabengrenze setzte der englische Sachverständige Hilton Young für eine Reihe von Jahren den Betrag von 700 Millionen Zloty jährlich fest. Bekanntlich aber trat Grabski mit einem eigenen Sanierungsplan hervor. Vor allem wurde zu einer Aufwertung der bestehenden und zu der Einführung bisher noch unbekannter Steuern geschritten. Zur Defizitdeckung in den ersten Jahren nach der Sanierung wurde nicht eine grosse Auslandsanleihe, sondern eine Erhebung von Vermögenssteuern geplant. Mit dem 1. Januar 1924 setzte auf allen Gebieten der staatlichen Finanzwirtschaft die restlose Valorisierung ein, der Valorisierungszloty war als Vorläufer des effektiven Zloty's gedacht. Kurz darauf zögerte die P.K.K.P. nicht, ihre Devisenreserve von „kaum 13 Millionen Zlotys einer energischen Intervention auf der Börse zu opfern. Die Mark wurde stabilisiert, die Bank von Polen ins Leben gerufen! Dieses überstürzte Sanierungsprogramm musste sich naturgemäss am polnischen Wirtschaftsorganismus rächen. Die Budgetrealisierung für die Jahre 1924 und 1925 zeigt, dass die Finanzreform bei spärlichen Kassenreserven und völliger Ausserachtlassung der Wirtschaft durchgeführt wurde. Die Realisierung des Budgets war nur möglich, wenn die Steuern bis zur Unerträglichkeit erhöht und immer neue Abgaben eingeführt wurden. Es konnte für die Dauer unmöglich sein, der durch Krieg und Inflation so vielfach geschwächten Wirtschaft ein Budget von 2,1 Milliarden aufzubürden. Der Fehlbetrag des Jahres 1924 im Betrage von 173,4 Millionen Zlóty musste durch die Kleingeldemission und durch Kreditoperationen des Staates (Verschuldung bei der Bank von Polen) gedeckt werden. Das Budget des Jahres 1925 wurde mit 2,165 Ausgaben und 2,157 Einnahmen präliminiert.

Wirkliches Ergebnis:

Ausgaben . .	1 969.1	Mill. Zloty	90.9 %	des Präliminars
Einnahmen . .	1 850.6		83.8 %	

Somit schloss auch das Jahr 1925 mit einem Defizit von 118,5 Millionen Zloty ab und übertrug für das Jahr 1926 keine Kassenreserven, da die wichtigsten Quellen (Kleingeldemission und Kredit bei der Bank von Polen) gänzlich erschöpft waren. Die Hauptvoraussetzung für die polnische Sanierungsaktion bleibt weiterhin das Budget.

2. Kapitel:

Staatliche Anleihepolitik.

Der Binnenmarkt konnte — durch Steuerlasten und Subskription des Aktienkapitals der Bank von Polen ganz geschwächt — für staatliche Anleihen kaum fruktifiziert werden. Was fremde Anleihen betrifft, so wurde im März 1924 zwischen der polnischen Regierung und der Banca Commerciale Italiana ein Vertrag abgeschlossen, durch den dieses Institut Polen eine Anleihe von 400 Millionen Lire bewilligte. Der Charakter der Anleihe ist produktiv. Die Regelung der amerikanischen Schuldenfrage eröffnete der polnischen Regierung auf dem amerikanischen Markte eine vorteilhaftere Lage: durch Vermittlung des Bankhauses Dillon, Read & Co., erhielt sie eine Anleihe von 50 Millionen Dollars, wovon erst die erste Tranche in der Höhe von 35 Millionen begeben werden konnte. Die ganze öffentliche Schuld Polens ist verhältnismässig gering, betrug sie doch am 1. Juli 1926 ca. 312.000.000 Dollar (etwa 12 Dollar pro Kopf der Bevölkerung). Die Inlandsschuld Polens beträgt kaum mehr als 200.000.000 Zloty, überdies befinden sich im Umlauf ungedeckte Hartgeldnoten im Betrage von 285 Millionen und die zinslose Schuld der Bank von Polen gegenüber beträgt 50 Millionen Zloty.

VIII. ABSCHNITT

Die Handels- und Zahlungsbilanz Polens.

Wenn mit Schär gesagt werden kann, dass sich die Zahlungsbilanz notwendigerweise im Wechselkurs widerspiegeln muss, so kommt hier die Zahlungsbilanz nur als «Tagesbilanz» in Betracht. Regulierung des Valutakurses heisst deshalb Regulierung der Tagesbilanz. Natürlich repräsentiert die aktive Bestandbilanz eine mächtige Reservearmee, die potentiell stets in die am Markte ausgefochtenen Kämpfe eingreifen kann. Die «passive Zahlungs-

bilanz» ist als Ausgleichsbewegung — innerhalb eines gesunden Währungssystems — ihrer Natur nach nicht von langer Dauer. In der Inflation hört die Selbstregulierung der Zahlungsbilanz auf. In den Abschnitten V2 und VI wurde ausgeführt, dass das Zahlungsbilanzpassivum zur Rechtfertigung der Inflation nicht herangezogen werden darf.

Die Zahlungsbilanz als Bestandbilanz setzt sich, abgesehen von einigen Posten, wie Frachten, Reiseausgaben, Bankprovisionen und Versicherungsprämien, aus 2 Hauptbestandteilen zusammen, nämlich aus der Handels- und aus der Kapitalbilanz.

1. Kapitel.

Die Handelsbilanz Polens.

Polens Handelsbilanz war seit der Entstehung des Staates bis zum Jahre 1923 ständig passiv, Für den Staat als Ganzes waren zwar alle Voraussetzungen zu einer Aktivität der Handelsbilanz gegeben. (Der Wert der Einfuhr im Jahre 1921 wird von Rybarski auf 465 284 447 Schweizerfranken, der Ausfuhrwert im selben Jahre auf 73 118 483 Franken geschätzt. Wertangaben für die Ein- und Ausfuhr erscheinen zum ersten Mal in den Veröffentlichungen des Statistischen Hauptamtes für das Jahr 1922.) Die potentielle Aktivität konnte jedoch aus folgenden Gründen nicht in Erscheinung treten:

1) Die produktiven Kräfte des Landes waren eben nur potentiell vorhanden, die Ausnützung war zum Teil durch Kriegsschäden, zum Teil durch notwendige Umorganisation in ganz erheblichem Umfang gehemmt.
2) Die landwirtschaftliche Produktion — das Rückgrat grosser Gebietsteile Polens — war vor allem durch den Krieg und Menschenmangel, wie auch durch schwere Inventarschäden nicht einmal im Stande, die eigene Bevölkerung zu ernähren; amerikanische Warenkredite in den Jahren 1919—1921 (Mehl, Fette u. a. Lebensmittel) retteten Polen vor drohender Hungersnot.
3) Vor der Eingliederung Oberschlesiens war die Kohleneinfuhr der wundeste Punkt des Aussenhandels; sie betrug im Jahre 1920 76 % und im Jahre 1921 73 % der Gesamteinfuhr.

4) Gewaltiger Rohstoffhunger.

5) Die durch die Organisation und Umstellung der Industrie und Landwirtschaft bedingte Einfuhr von Maschinen und Werkzeugen.

Mit fortschreitender Erholung der Wirtschaft von den Kriegsfolgen, mit der Zusammenfügung der drei Teilgebiete zu einem einheitlichen Wirtschaftsgebiet, mit dem Hinzutritt Oberschlesiens ändert sich das Bild. Das Jahr 1922 beginnt diese Entwicklung, das Jahr 1923 setzt sie in verstärktem Masse fort,

Handelsbilanzsaldo
in Millionen Zloty

1922	— 190.600	77.4	Export / Import %
1923	+ 71.100	106.7	

Somit schliesst das Jahr 1923 mit einem Handelsbilanzaktivum von 71,1 Millionen. Immerhin ist es etwas bedenklich, dass dieser Exportaufschwung durch der Export der Rohstoffe und landwirtschaftlicher Produkte ermöglicht wurde. Hierin aber kamen die Jugend der polnischen Industrie und die besonderen Schwierigkeiten zum Ausdruck, unter denen sie im Rahmen eines soeben gewordenen Staatsgebildes zu leiden hatte. Das Jahr 1924 — das Jahr der Sanierungsaktion — rief in Polen eine Wirtschaftskrise hervor, (vgl. Abschnitt 11, Kap. 2), welche zu Beginn des zweiten Halbjahres infolge der Missernte noch besonders verschärft wurde und ein weiteres Steigen der Preise zur Folge hatte. Unter solchen Umständen konnte die Handelsbilanz sich nicht günstig gestalten, der Passivsaldo der Handelsbilanz dieses Jahres beträgt 215,7 Millionen Zloty. Aussergewöhnliche Verschlechterung der Handelsbilanz verschuldet in erster Linie der Ueberkonsum (Import von Luxusartikeln) im Zusammenhange mit der Kreditpolitik der Bank von Polen. Im 11. Abschnitt wird auf die weiteren Ursachen des Handelsbilanzpassivums im Jahre 1925 eingegangen, das sich auf 263,8 Millionen Zloty belief. Was die Beteiligung der verschiedenen Länder an Polens Import und Export betrifft, so steht Deutschland sowohl im Import wie im Export mit einem ungeheuren Vorsprung allen andern Staaten voran:

	1922	1923	1924	
Import	37.0	43.6	34.3	in Prozenten des Gesamtimportes und Exportes
Export	49.5	50.6	42.4	

«Die gewaltige deutsche Industrie, deren Standort unmittelbar an Polen grenzt, kann dessen Bedürfnisse am billigsten befriedigen, umgekehrt kann Polen .... Deutschland seine Ueberschüsse liefern.» (Skrzynski 77). Der gegenwärtige vertragslose Zustand ist auf die Dauer unhaltbar. Beide Länder sind durch unzählige wirtschaftliche Fäden verbunden und können im friedlichen Ausgleich ihrer Interessen einen Ausweg aus dem wirtschaftlich widersinnigen Zollkrieg finden. Die Aufnahme reger Handelsbeziehungen zu Russland wäre für die polnische Volkswirtschaft sehr wünschenswert. Die Einfuhr von Rohprodukten für die Textil-Industrie, wie Wolle, Flachs, Hanf, wäre Polen willkommen Für Metall und Metallwaren, die verschiedensten Halbfabrikate und Textilwaren käme Russland als Absatzmarkt in Betracht. Mit einer Reihe von Ländern, wie mit Italien, Frankreich, Belgien, Japan, Rumänien, Oesterreich, Jugoslavien und der Schweiz hat Polen Verträge abgeschlossen. Der wichtigste Handelsvertrag ist derjenige mit Frankreich. Er ist nämlich ein ausgesprochener Tarifvertrag, während fast sämtliche übrigen Handelsverträge Polens sog. Meistbegünstigungsverträge sind. Er bildet die Grundlage, auf die alle andern Verträge abgestellt werden.

2. Kapitel:

Die Zahlungsbilanz Polens.

Für Polen lässt sich die Zahlungsbilanz nur in groben Umrissen feststellen, da das Fehlen statistischer Nachweise eine eingehende Betrachtung verhindert. Dieser Mangel an näheren Angaben erklärt sich aus der Unübersichtlichkeit der wirtschaftlichen Lage während der Inflationsperiode. Rybarski berechnet für das Jahr 1920 die Aktiva der Zahlungsbilanz auf 200 267 000 $ und die Passiva auf 359 526 000 $, der Passivsaldo würde demnach für 1920 159 250 $, für die erste Jahreshälfte 1921 144 886 00 $ betragen. Der Grund für die Passivität der Jahre 1919, 1920, 1921 ist in erster Linie zu suchen in der grossen Nachfrage nach deutscher Reichsmark seitens der reichsangehörigen deutschen Bevölkerung, die aus den Provinzen Posen und Pomerellen auswanderte und ihr dort befindliches Vermögen liquidierte. Ein weiterer wichtiger Passivposten wurde verursacht durch die Mitnahmen der Emigranten nach den U. S. A., die grossen Lebensmittelkredite Amerikas belasten die Zahlungsbilanz dieser Jahre

noch nicht. Den bei weitem wichtigsten Aktivposten der Zahlungsbilanz bildeten die Emigranten-Ueberweisungen; es gibt wohl kaum ein zweites Land, in dem dieser Posten eine so bedeutende Rolle zu spielen vermöchte. Wenn für das Jahr 1922 auch keine Schätzungen vorliegen, so dürfte man doch mit der Behauptung nicht fehl gehen, dass die Zahlungsbilanz dieser Periode ungünstig war. Das Jahr 1923, das als das Jahr der schärfsten Inflation nicht als typisch für die Entwicklung der Zukunft angesehen werden kann, schliesst mit einem Zahlungsbilanzaktivum ab. Piekalkiewicz berechnet für 1923 die Aktiva der Zahlungsbilanz auf 1 667 3 Millionen Zloty und die Passiva auf 1 442,5 Millionen Zloty, der Aktivsaldo beträgt somit 224,8 Millionen Zloty. Dieses auf den ersten Blick unglaubwürdige Aktivum erscheint erklärlich, wenn man sich die Devisenthesaurierungssucht vergegenwärtigt, die sich während des Jahres 1923 in den breitesten Kreisen geltend gemacht hat. Auf der Einnahmeseite der Zahlungsbilanz steht der polnische Export mit 72,4 % ihrer Summe, auf der Ausgabenseite der Import nach Polen mit 79,5 %; hieraus erhellt die Bedeutung der Handelsbilanz im Rahmen der polnischen Zahlungsbilanz. Auch im Jahre 1924 schloss die Zahlungsbilanz Polens mit einem unerheblichen Aktivum ab. Piekalkiewicz berechnet für 1924 die Aktiva der Zahlungsbilanz auf 2.176,2 Millionen Zloty und die Passiva auf 2.174,0 Millionen Zloty, der Aktivsaldo beträgt somit für das Jahr 1924 2,2 Millionen Zloty. [1]) Bedrohlich wurde die Situation erst in der ersten Jahreshälfte 1925. [2]) Vgl. hierüber 11. Abschnitt, Kap. 3.... Kleiss'sche Schätzung für die Periode vom Oktober 1924 bis 30. September 1925, unsere Schätzung vom 11. Mai 1924 bis 30. Juni 1926, und Roger Battaglia von Mitte 1924 bis März 1926).

---

[1]) Vgl. Piekalkiewicz 1926, S. 40/41.

[2]) Mit Recht sagt Piekalkiewicz (S. 43), dass « une telle relation entre les recettes et les dépenses courantes — wie sie in der Struktur der polnischen Zahlungsbilanz zum Ausdruck kommt — peut présenter un danger considérable pour la stabilité de la devise nationale, au moins que l'on ne trouve pas de couverture suffisante pour le solde actif dans les autres rubriques de la balance des paiements »

IX. ABSCHNITT

Die „Zloty-Rechenwährung".

Sogleich nach der Gründung des neuen Staatswesens sprach sich die Konstituante für die Schaffung einer nationalen Währungsverfassung auf vollständig neuer Grundlage aus. Am 5. Februar 1919 beschloss sie, das künftige Währungsgeld „Lech" zu benennen. Ein Gesetz vom 28. Februar 1919 änderte diese Bezeichnung in „Zloty" ab (Zloty = Gulden), ein Zloty enthält 100 „Grosze" (Groschen); ein zweites Gesetz ermächtigte den Finanzminister, sämtliche in Polen umlaufenden Zahlungsmittel einschliesslich der polnischen Mark in Zloty umzutauschen, sobald ein genügender Vorrat an Zloty-Noten vorhanden wäre. „Als die Notenpresse die Zlotynoten angefertigt hatte, erinnerte man sich einer Kleinigkeit, nämlich, dass diese Noten keine Metalldeckung hatten." [1]) Man verzichtete darauf, sie ohne Deckung in Verkehr zu bringen und bemühte sich, eine Deckung zu schaffen. Am 27. Juli 1919 erging ein Dekret über die freiwillige Sammlung von Gold und Silber für den Nationalschatz. Ausfuhrverbote für Edelmetalle und Juwelen wurden erlassen, endlich versuchte man durch das Gesetz vom 7. November 1919 einen Zwang zum Verkauf von Gold und Silber an den Staat auszuüben. Doch wurde dieses Gesetz bereits am 30. Januar 1920 als undurchführbar aufgehoben.

Alle diese Schritte blieben erfolglos. Bei dem wachsenden Finanzbedarf, der den Staat zum Rückgriff auf die Notenpresse zwang, liess sich die Inflation und damit der Währungsverfall nicht verhüten. Immerhin erkannte man schon damals, dass die Schaffung einer nationalen, einwandfrei fundierten Währung eine Lebensnotwendigkeit für den polnischen Staat sei.

So entstanden immer neue Währungsreformprojekte. Anfangs 1921 glaubte man, sich durch Konversion und gleichzeitige Devalvation von der Polenmark befreien zu können und plante die Schaffung einer neuen, auf Gold und Devisen fundierten Währung. Das Bargeld sollte im Verhältnis von 1:100 umgetauscht, die Vorkriegsverpflichtungen sollten gemäss Friedensparität eingelöst und die seit Kriegsbeginn eingegangenen Verpflichtungen nach einem, die

---

[1]) Mahler, Die Geschichte des polnischen Zloty, in der Lodzer Halbmonatsschrift. Textilrevue 1923, N° 5 (poln.)

sukzessive Entwertung der Polenmark berücksichtigenden Plane getilgt werden.[1]) Auch Rufe nach einer Durchführung des Gesetzes vom 28. Februar 1919 wurden wieder laut. Eine auf Zloty lautende Goldanleihe sollte gegen Einlieferung von Gold auf Grund des gesetzlichen Goldgehaltes der neuen Währung (1 kg Gold = 3444,4 Zloty) ausgegeben werden um die Mittel zur Deckung zu beschaffen. Beachtenswert ist, dass schon in diesem Plane für den Fall eines ungenügenden Ertrages der Goldanleihe eine allgemeine hypothekarische Belastung des Grund und Bodens mit einer Goldschuld vorgesehen war.[2]) Keines dieser Projekte gelangte zur Durchführung. Die fortschreitende Entwertung der Polenmark, die nach und nach die gesamte Volkswirtschaft untergrub und zuletzt jede Kredittransaktion unmöglich machte, zwang dazu, die Möglichkeiten einer wertbeständigen Anlage zu schaffen, bevor noch die Voraussetzungen für eine endgültige Stabilisierung der Währung gegeben waren.

Im Herbst 1922 entschloss man sich zu einem vorsichtigen Schritt in dieser Richtung. Eine zum Teil auf Zloty, zum Teil auf polnische Mark lautende 8prozentige Anleihe wurde aufgelegt, die binnen 5 Jahren zurückzuzahlen war. Die gesetzliche Bestimmung des Metallgehaltes des Zloty erfolgte durch das Gesetz vom 27. Sept. 1922. Der Wert des Zloty wurde festgelegt auf 1/3100tel eines Kg. Gold 900/1000 fein.[3]) Am 1. Oktober trat das Gesetz über die Goldanleihe in Kraft. Verzinsung und Amortisation der Anleihe müssten nach einer auf Basis des Goldfranken berechneten Indexziffer erfolgen, der Wert des Goldfranken würde nach den Durchschnittsnotierungen der Warschauer Börse für Dollar oder Schweizerfranken während des dem Zahlungstermin vorausgehenden Monats ermittelt. Die Subskription der Zlotyanleihe erfolgte in Polenmark zu einem von der Regierung festgesetzten Wechselkurs auf die Schweiz und New-York. Dieser Kurs war stets beträchtlich niedriger als der des Goldfranken.

Die Erfolge der Anleihe waren trotz ihrer Gewinnchance gering; eine Entlastung auf dem Devisenmarkt trat nicht ein, denn

---

[1]) Vgl. Aufsätze des Vizeministers Strassburger im «Kurjer Warszawski» in diesem Zeitraum. Ferner Lehnich.

[2]) Ein interessanter Beitrag zur Deckung der deutschen Rentenmark

[3]) Dies bedeutet Parität mit dem Schweizer Goldfranken.

das Vertrauen in den Staat als Schuldner war schon zu sehr erschüttert. Der Staat nahm die Notenpresse nun noch stärker in Anspruch.

Die Schaffung einer Anleihe mit wertbeständiger Verzinsung bedeutete eine offizielle Anerkennung der Tatsache, dass „Mark nicht gleich Mark" war. Darin lag das Eingeständnis, dass der Staat die Unterbringung von Papiermarkanleihen nicht fortzusetzen vermochte und die Kapitalflucht sich nur noch durch die Einführung einer „Inlandsdevise" aufhalten liess.

Im Januar 1923 übernahm Grabski die Leitung der polnischen Finanzwirtschaft. Er ging von der Auffassung aus, dass die Staatseinnahmen vor der Entwertung geschützt werden müssten und die Wiederbelebung des Kreditverkehrs ohne Einführung einer ideellen Rechnungseinheit unmöglich sei. Er wollte die gesamten finanziellen und wirtschaftlichen Verhältnisse des Landes auf der Grundlage des vorläufig nur als Recheneinheit vorgesehenen Zloty umbauen; die Polenmark sollte lediglich als Zahlungsmittel beibehalten werden. Schon die ersten Ansätze zu dieser neuen Währungspolitik weckten eine starke Opposition. Die massgebenden Organisationen der polnischen Industrie- und Bankwelt wandten sich gegen die Umstellung der Kreditgewährung der P.K.K.P. auf Zlotybasis mit der Begründung, dass die hierdurch eingeleitete Umstellung der gesamten Wirtschaft auf Zloty eine noch rapidere Entwertung der Polenmark nach sich ziehen und bald zu ihrer gänzlichen Repudiation führen müsse. Auf Grund dieses Widerstandes unterblieb zunächst die Einführung des Zloty als Rechnungseinheit für die Wechselkredite der P.K.K.P., lediglich bei den Lombardkrediten kam die Zlotyrechnung teilweise in Anwendung. Auch von der als notwendige Ergänzung der Kredithergabe in Zlotys vorgesehenen Schaffung von Zlotykonten bei der P.K.K.P. und von der Zulassung eines Depositenverkehrs in Zlotys bei den Banken wurde Abstand genommen. Nur zwei Privatbanken entschlossen sich zur Eröffnung eines Zlotydepositenverkehrs. Die Postsparkasse, auch P.K.O. genannt, behielt sich ihre Stellungnahme bis zur Schaffung wertbeständiger Anlagemöglichkeiten vor.

Die öffentliche Meinung blieb diesen Plänen gegenüber skeptisch. In dem Gesetzentwurf über die Sanierung der Staatsfinanzen, der den gesetzgebenden Körperschaften anfangs März

1923 vorgelegt wurde, war der Zloty nur als Rechnungseinheit für die staatlichen Finanzen vorgesehen (Steuerverwaltung und Budget), und zwar sollte der Wert dieser Rechnungseinheit nicht zu dem Goldfranken in Relation stehen, sondern zu dessen Kaufkraft in Polen vor dem Kriege, der Kurs des „Indexzloty" sollte jeweils auf Grund des Grosshandelsindex des statistischen Amtes errechnet werden.

Gleichzeitig mit seinem Entwurf zur Sanierung der polnischen Finanzen brachte Grabski eine Gesetzesvorlage betreffend die Ausgabe von auf Zloty lautenden Schatzwechseln mit sechsmonatiger Laufzeit ein. Der Verkauf dieser Wechsel sollte zu einem vom Finanzminister bestimmten Kurs, die Rückzahlung unter Zugrundelegung eines nach der obigen Angabe errechneten „Indexzlotys" erfolgen. Obwohl der Entwurf Grabskis scharfem Widerspruch begegnete, und aus dem Beratungszimmer der Kommission gar nicht herauskam, wurde das Gesetz über die Ausgabe von Zlotyschatzwechseln schnell erledigt, nur trat an Stelle des Grosshandelsindex als Wertbemessungsgrundlage der Goldfranken.[1]) Die Ausgabe der Zlotyschatzwechsel, deren erste Serie auf den Betrag von 50 Millionen Zloty begrenzt war, begann im April 1923. Gleichzeitig eröffnete die Postsparkasse auf Grundlage der Zlotyschatzwechsel einen Zlotydepositenverkehr, verbunden mit dem Recht jederzeitiger Abhebung der Einlagen zu dem jeweils vom Finanzministerium bestimmten Kurse der Zlotyschatzwechsel.

Durch diese Einrichtungen wurde die Zlotywährung als Rechnungseinheit allmählich eingebürgert.

Zwei Hindernisse standen einer schnelleren Entwicklung im Wege: Einmal die juristische Unklarheit über die Zulässigkeit der in Zloty abgeschlossenen Geschäfte, was vor allem für die hypothekarischen Eintragungen von Bedeutung war; ferner die mangelnde Einheitlichkeit bei der Berechnung des Wertes des Zloty.

Um diese Hindernisse zu beseitigen legte Grabski Ende Mai 1923 im Sejm eine Vorlage betreffend die „Vorbereitung der Massnahmen zur Einführung einer Goldwährung" vor, in der grundsätzliche Verbindlichkeit aller auf Zloty lautenden Rechtsgeschäfte und die tägliche Festsetzung des Zlotykurses auf der

---

[1]) Rose Wiederaufbau.

Grundlage des Preises eines Goldfrankens in London und der offiziellen Warschauer Notierung der Devise London vorgesehen war. Zugleich brachte er eine weitere Gesetzesvorlage ein betreffend die Ausgabe von Zlotyschatzscheinen im Betrage von zunächst 100 Millionen Zloty, die mit 3,66 % verzinst und in einem Jahre rückzahlbar sein sollten. Im Gegensatz zu der Goldanleihe des Jahres 1922, die den reinen Anleihetypus repräsentierte, besassen diese Schatzscheine unverkennbar den Charakter eines Umlaufmittels, da sie jederzeit, auch vor Fälligkeit, nach dem jeweiligen Zlotykurse in Mark umtauschbar waren.

Auch diesmal wurde die Emission der Schatzscheine durchgeführt, die Gesetzesvorlage konnte jedoch nicht verabschiedet werden, weil die Sozialisten sich ihr widersetzten. Die Sozialisten hatten von Anfang an die Einführung einer Goldwährungsrechnung bekämpft, da sie, nicht mit Unrecht, von ihr die automatische Einstellung des gesamten Verkehrs auf die Goldbasis und damit ein beschleunigtes Tempo der Markentwertung erwarteten, sie forderten jetzt die Einfügung der Bestimmung, dass auch die Lohnzahlungen auf Zlotybasis gestellt werden müssten.

Die Zlotyrechenwährung brachte nicht den erwarteten Erfolg. [1]) Man hatte ihre moralische Wirkung im Sinne einer Hebung der Spartätigkeit überschätzt und durch die Manipulation des Schatzscheinkurses das Publikum enttäuscht. Die Kursnotierung der Warschauer Börse für die Stücke blieb dauernd und oft stark unter der Parität des Frankenkurses, die versprochene Umtauschmöglichkeit wurde nur in sehr beschränktem Masse, d. h. unter Anwendung starker Repartitionen tatsächlich geboten. Die Spekulation wandte sich wieder dem Devisenmarkte zu. Dieser Misserfolg auf währungspolitischem Gebiete trug zur Demission des Ministers Grabski Ende Juni 1923 bei.

Der Nachfolger Grabskis, Linde, verzichtete auf die Einführung einer Zlotyrechenwährung. Der Verkauf von Zlotyschatzwechseln wurde in beschränktem Umfange fortgesetzt, auch erteilte die P.K.K.P. ihre Lombardkredite auf wertbeständiger Basis. Die allgemeine Verwendung einer Goldrechnungseinheit vermochte die Währungskatastrophe nicht aufzuhalten, sie beschleunigte noch den Entwertungsprozess der Mark. Aber die

---

[1]) Siehe dazu auch Berliner Tageblatt 12. XII. 1923 Abendausgabe. Aufsatz von Fritz Seifter Bielitz; Liquidierung der polnischen Zlotypolitik.

Kalkulation in Rechnungszloty wirkte doch im Sinne einer Vorbereitung der Sanierung, indem sie den Verkehr daran gewöhnte, mit einer festen Wertbasis zu rechnen. Die Idee eines „wertbeständigen" Geldes wurde Gemeingut des ganzen Volkes, lange bevor sie verwirklicht wurde. Die Goldrechenwährung war nicht die Lösung des Problems der Schaffung einer neuen Währung, denn „sie konnte nur Symptome und nicht die Krankheit kurieren,[1]) aber sie war ein notwendiger Uebergang zu dieser Lösung. Die Gesundung kann allein durch die Stabilierung kommen; ist sie erfolgt, dann bedarf es nicht mehr der Einführung der Goldrechnung, dann ist die Goldrechnung da. Goldrechnung ist für den Wirtschaftsorganismus nicht Gesundungsmittel, sondern Zeichen der Gesundheit.[2]) Mit Recht sagt Eucken[3]) in bezug auf das selbe Problem in Deutschland: „Dem Rückwärtsschauenden wird später die Goldrechnung als einer der letzten Abschnitte im Untergangsprozess der Mark erscheinen".

---

[1]) Palyi, Verhandlungen des Vereins für Sozialpolitik 1924, S. 251.

[2]) Vgl. Beneke, Goldrechnung. Bank-Archiv vom 20. Oktober 1923.

[3]) Eucken.

X. ABSCHNITT

Die Liquidierung der P.K.K.P., die Errichtung der neuen Zentralnotenbank: Bank von Polen und die Einführung der Zlotywährung.

Nach fünfjährigem Kampfe um die Sanierung der immer stärker zerrütteten Währung des jungen Staatswesens gelang es endlich, die Vorbedingungen für eine Währungsreform zu schaffen.[1]) Der Monat Februar 1924 wird in der Geschichte der polnischen Finanzen weiterleben, denn er bedeutet den entscheidenden Wendepunkt: Einstellung der Notenpresse, Liquidierung der P.K.K.P., Gründung der neuen „Bank von Polen" und Uebergang zu der neuen Zlotywährung.

Die ersten Programmpunkte betrafen die Stabilierung der Polenmark, die eine unerlässliche Bedingung für die Durchführung der Währungsreform war, die neue Geldeinheit, der Zloty, wurde durch Dekret vom 20. Januar 1924 eingeführt. Nach den Bestimmungen dieses Dekrets und der Ergänzungsverordnung vom 17. Mai 1924 enthält der Zloty 9/31 Gramm Feingold und ist in 100 Einheiten, Groschen (grosze), eingeteilt. Goldmünzen sollen in Stücken von 10, 20, 50 und 100 Zloty geprägt werden, Silbermünzen in Stücken von 1,2 und 5 Zloty, Nickelmünzen in Stücken von 10, 20 und 50 Groschen und Bronzemünzen in Stücken von 1, 2 und 5 Groschen. Die Goldstücke sind 900/1000, die Silbermünzen 750/1000 fein vorgesehen. Die Goldmünzen haben uneingeschränkten gesetzlichen Kurs. für die Silbermünzen beträgt die kritische Höhe 100 Zloty, die Nickelmünzen 10 Zloty. Die Prägung der Goldmünzen ist unbeschränkt, die Silbermünzen dürfen in einem Betrag von 8, und die andern Münzen in einem Betrag von 4 Zloty pro Kopf der Bevölkerung ausgegeben werden, d. h. der Höchstbetrag des Scheidegeldes ist für ganz Polen mit annähernd 340 Millionen Zlotys festgesetzt.

Durch das oben erwähnte Dekret wurde auch die rechtliche Grundlage für die Bank von Polen geschaffen. Das Ergebnis der

---

[1]) Das letzte Projekt, das die Gesundung ausschliesslich durch Währungsreform und Einrichtung einer neuen Notenbank herbeiführen wollte, alos ohne an den Sitz des Leidens, den Fehlbetrag im Staatshaushalt heranzutreten war das Kucharskische vom 28. XI. 1923.

Zeichnung ihrer Aktien (100 Millionen Zlotys in 1 Million Aktien zu je 100 Zlotys eingeteilt) übertraf alle Erwartungen; bei Suskriptionsschluss (im April 1924) wurde festgestellt, dass das Publikum beinahe das ganze Kapital gezeichnet hatte. Infolge der 10-prozentigen Ueberzeichnung mussten starke Repartierungen bei der Zuweisung der Aktien erfolgen. Die Regierung, welche ursprünglich die Absicht hatte, am Aktienkapital mit 40 % zu partizipieren, behielt tatsächlich nur 1 % desselben für Rechnung des Staates zurück. Die Deckung des Aktienkapitals aus eigenen Mitteln gewinnt besondere Bedeutung, wenn man bedenkt, dass das Land eine ausserordentliche Steuerlast zu tragen hatte und infolgedessen die Lage auf dem Geldmarkte stark angespannt war.

In der nachfolgenden Darstellung des Gesetzes werden dessen Bestimmungen in 3 Gruppen zusammengefasst: 1. die rechtliche und finanzielle Basis der Bank von Polen; 2. ihr Geschäftskreis; 3. ihre Verwaltungsorganisation.

I. **Rechtliche und finanzielle Basis.**

1. Rechtliche Basis.

Durch Dekret vom 1. Februar 1924 wird eine mit dem Rechte der juristischen Persönlichkeit ausgestattete „Bank von Polen" begründet. Ihre Verfassung ist durch im Dekrete selbst und in den Statuten enthaltene Sonderrechte bestimmt.

2. Finanzielle Konstituierung.

Das Grundkapital der Bank von Polen beträgt 100 Millionen Zlotys und ist in 1 Million auf Namen lautende Aktien eingeteilt. Bei der Geschäftseröffnung der Bank muss das Aktienkapital ganz gezeichnet und zur Hälfte eingezahlt sein. In das Aktienregister nicht eingetragene Personen werden, auch wenn sie sich im Besitze von Aktien befinden, von der Zentralbank als Aktionäre nicht anerkannt.

3. Notenmonopol und Gegenleistungen.

Nach Artikel 46 der Statuten der Notenbank erhält sie zunächst bis zum 31. Dezember 1924 das ausschliessliche Privileg zur Ausgabe von Banknoten, welche als gesetzliches Zahlungsmittel gelten (ausgenommen sind Fälle, in denen auf Grund aus-

drücklicher Verordnungen und Verträge die Zahlung in Goldmünzen zu erfolgen hat). Dieses Privileg kann auf Grund eines besonderen Gesetzes verlängert werden. Die Gegenleistung der Bank von Polen für die Verleihung des Monopols besteht in der Erfüllung der ihr durch das Gesetz zugewiesenen Aufgaben und in der Gewährung eines Kredites von 50 Millionen Zlotys an den Staat. Ausserdem kann die Bank auf Grund des Artikels 60 Staatsschuldverschreibungen, Schuldverschreibungen von Gemeinden und Hypothekarinstituten, zahlbar innerhalb dreier Monate, sowie zu diesen Werten gehörige Zinsscheine diskontieren. Auf weitere Kredite besitzt der Staat kein Anrecht. Für die der Bank zur Verfügung gestellten Gebäude erhält der Staat eine angemessene Entschädigung. Auch hat die Bank von Polen keine Verpflichtungen des Staates übernommen. Diese Beschränkungen der Rechte des Staates weisen darauf hin, dass dem Gesetzgeber daran gelegen war, die Stabilität der neuen polnischen Währung zu sichern.

4. Der Anteil am Reingewinn.

Ueber die Beteiligung am Reingewinn stellt das Gesetz folgende Normen auf: 10 % des durch die Gewinn- und Verlustrechnung ausgewiesenen Jahresgewinnes fliessen so lange dem Reservefonds der Bank zu, bis letzterer 20 % des Aktienkapitals erreicht hat. Dann müssen 5 % des Reingewinnes so verwendet werden, bis der Reservefonds 50 % des Aktienkapitals erreicht. Vom restlichen Teil erhalten die Aktionäre eine Dividende bis zu 8 %. Der Rest des Reingewinns, vorausgesetzt dass er 12 % des Aktienkapitals nicht übersteigt, soll gleichmässig zwischen den Aktionären und dem Staate geteilt werden. Sollte der Reingewinn die zur Vornahme dieser Verteilung nötige Summe überschreiten, so wird 1/3 des Ueberschusses den Aktionären und 2/3 dem Staate zugewiesen.

5. Die Mitwirkung und Kontrolle des Staates.

Der Staat hat sich statutengemäss die Oberaufsicht über die Politik der Bank von Polen gesichert. Dem Finanzminister steht zwecks Aufrechterhaltung eines ständigen Kontaktes mit der Bank das Recht zu, einen Regierungskommissär zu ernennen, der an den Sitzungen des Generalrates und des Direktoriums der Bank mit beratender Stimme teilnehmen kann.

II. Der Geschäftskreis.

Die Aufgabe der Notenbank besteht in der Regelung des Geldumlaufs des Landes und der Erleichterung des Zahlungsverkehrs; demgemäss ist ihr Geschäftskreis auf den einer reinen Noten-, Giro- und Diskontobank beschränkt. Das Gesetz stellt ausdrücklich fest, dass die Bank von Polen „nur" zur Vornahme der im Gesetze genannten Geschäfte befugt ist. Lombarddarlehen kommen für die Notendeckung nicht in Betracht und können allein aus dem unverzinslichen Einlagefonds gewährt werden. Diese Bestimmung soll eine Konkurrenzierung der Privatbanken durch die Bank von Polen verhüten. Unter gewissen Voraussetzungen kann die Verzinsung der Einlagen seitens der Bank durch den Finanzminister genehmigt werden. Die Lombardpfänder bei der Bank von Polen können einer Konkursmasse erst nach Befriedigung der Ansprüche der Bank überwiesen werden.

Die Notenemission der Bank von Polen ist nach oben hin nicht limitiert; jedoch besteht eine Kontingentierung des über eine gewisse Grenze hinausgehenden ungedeckten Notenumlaufs. Nach Artikel 54 unterliegen die im Umlauf befindlichen Noten einer staatlichen Besteuerung, deren Höhe sich nach dem Verhältnis zwischen den im Umlauf befindlichen Banknoten und der Metalldeckung richtet. Die Steuer beträgt 1 % p. a. falls die Gold- und Golddevisendeckung weniger als 40 %, 2/3 % falls die Deckung 40—50 %, und 1/2 % falls sie mehr als 50 % des Notenumlaufs beträgt. Zur unbedingten und sofortigen Einlösung der Noten in gesetzlichem Bargeld ist die Bank von Polen noch nicht verpflichtet; den Noten der Bank von Polen wurde die Eigenschaft eines gesetzlichen Zahlungsmittels verliehen.

Einer der wichtigsten Artikel der Statuten ist der Artikel 52, der die Deckungsvorschriften enthält. Der Notenumlauf muss mindestens bis zu 30 % durch Gold [1]) gedeckt sein, und zwar:

---

[1]) An der letzten ausserordentlichen Generalversammlung der Aktionäre am 31. September 1926 sind wichtige Statutenänderungen vorgenommen worden. Zu den wichtigsten gehören:

1. Aenderung der Metalldeckunggrundlagen; der Banknotenumlauf soll grundsätzlich mit 30% gedeckt sein. Die Form der Deckung wurde etwas elastischer gestaltet, indem unter anderem unter gewissen Beschränkungen auch Silber als Deckungsmetall eingerechnet werden darf, ebenso Schecks auf erstklassige ausländische Banken, sowie von ersten ausländischen Firmen akzeptierte Wechsel in fremder Währung. Der Rat

a) durch Gold in Münzen und Barren; b) durch ausländische Valuten, d. h. ausländische Zahlungsmittel, die keinen grösseren Kursschwankungen unterliegen und durch unzweifelhaft solide Devisen, d. h. Wechsel, Schecks und Guthaben in obengenannten ausländischen Währungen, die jederzeit bei Bankinstituten von unzweifelhafter Zahlungsfähigkeit verfügbar sind. Der Rest der umlaufenden Noten muss voll gedeckt sein: a) durch Handelswechsel, Zahlungsanweisungen, Coupons usw.; b) durch Silber zu seinem Goldwert umgerechnet; c) durch Silber- und andere polnische Scheidemünzen, zu ihrem Goldwert umgerechnet bis zu 5 % des gesamten Notenumlaufs (Art. 53) und d) durch Schatzgutscheine bis zum Betrage von höchstens 50,000,000 Zlotys, die einen im Austausch gegen das Notenausgabeprivileg gewährten, statutarischen zinsfreien Vorschuss darstellen.

---

wird bestimmen, welche Auslandswährungen den erforderlichen Bestimmungen entsprechen. Von besonderer Wichtigkeit ist der Beschluss, dass auf Grund eines mit Dreiviertel-Mehrheit zu fassenden und vom Finanzminister zu bestätigenden Beschlusses des Generalrates unter ausserordentlichen Verhältnissen die Deckung von 30% auch unterschritten werden kann. Für die Banknotenemission, die den Deckungssatz unter 30% herabdrückt, wird von der Bank eine Emissionssteuer gezahlt werden müssen, die bei einem Rückgang der Deckung auf 27% bis 3%, bis 24% bis 6% und von 24 bis 20% bis 10% jährlich für die Mehremission beträgt. Für jedes Prozent unterhalb einer Deckung von 20% steigt diese zehnprozentige Steuer um ein weiteres Prozent. Diese Strafemissionssteuer wird mit dem Diskontsatz eng verbunden: sinkt der Deckungssatz unter 30%, so muss der Diskontsatz 6% übersteigen und zwar um 1/3 des Satzes der dem Staat zu entrichtenden Steuer. Obige scharfe Klausel bietet die Garantie, dass die 30%ige Deckung nur in ausserordentlichen Fällen unterschritten wird.

2. Teilweise Einführung von Inhaberaktien, höchstens bis zu 15% des Grundkapitals.

3. Ermächtigung des Bankrates zur Erhöhung des Grundkapitals bis zu 150 Millionen Zloty.

4. Beteiligung der Bank an Unternehmungen, die für die Volkswirtschaft von grösserer Bedeutung sind (Elevatorenbau, Exportkreditbank), jedoch mit einer Beschränkung dieses Anteils bis auf 25 Millionen Zloty.

5. Annahme landwirtschaftlicher Wechsel mit 6 monatlicher Lauffrist zum Diskont.

Obige Änderungen bezwecken einerseits den Ausgleich der Statuten der Bank von Polen mit den Statuten der wichtigsten Zentralnoteninstitute Europas und andererseits eine bessere Einwirkung auf das Wirtschaftsleben des Landes.

III. Die Verwaltungsorganisation.

1. Sitz, Zweiganstalten und Agenturen.

Der Zentralsitz der Bank von Polen befindet sich in Warschau. Ihre Organisation ist noch nicht ganz vollendet, aber heute bestehen bereits nicht weniger als 48 Filialen, 50 Inlandsvertretungen und etwa 40 Auslandskorrespondenten.

Das Gesetz sieht als Verwaltungsorgane vor: die Generalversammlung der Aktionäre und den Generalrat als Aufsichts- und Kontrollorgan; das Direktorium und die Lokaldirektionen als leitende Organe.

2. Die Generalversammlung.

Die Kompetenzen der Generalversammlung sind sehr beschränkt. Sie hat den Geschäftsbericht und die Jahresrechnung entgegenzunehmen und entsprechend den durch das Gesetz aufgestellten Normen über die Verteilung des Reingewinnes zu entscheiden; es steht ihr — als einzige Möglichkeit der Einwirkung auf die Geschäftsführung der Bank — das Recht zur Wahl von 12 Generalräten zu, die auf 3 Jahre gewählt werden. Die Gebäude der Bank können nur mit Genehmigung des Bankpräsidenten von den Besitzern (Aktionären) veräussert werden. Die Teilnahme an der Generalversammlung ist erst nach Ablauf einer Frist von 4 Monaten, vom Tage der Eintragung in das Aktionärregister an gerechnet, möglich. Beschlüsse der Generalversammlung über Statutenänderungen oder die Liquidation bedürfen der Genehmigung von Sejm und Senat.

3. Der Generalrat.

Mit wesentlich grösseren Kompetenzen als die Generalversammlung ist der Generalrat ausgestattet, dem die allgemeine Beaufsichtigung des Geschäftsganges und der Geschäftsführung der Zentralbank obliegt. Der Generalrat der Bank besteht aus dem Präsidenten, dem Vizepräsidenten und 12 Generalräten, die durch die Generalversammlung auf 3 Jahre gewählt werden. Der Finanzminister hat das Recht innerhalb drei Tagen sein Veto gegen die Wahl eines Ratsmitgliedes einzulegen. Die Mitglieder des Sejm, die Beamten und Offiziere im Aktivdienst können nicht in den Rat gewählt werden.

Während die Aufgabe der Generalversammlung und des Bankrates sich im wesentlichen auf die Erfüllung gewisser Formalitäten und die Ausübung einer periodischen Kontrolle der Bankleitung beschränkt, sind die im Nachfolgenden noch zu besprechenden Behörden: für die Bank von Polen als Gesamtorganisation der Präsident und Vizepräsident, das Direktorium und für die einzelnen Zweiganstalten die Lokaldirektionen mit den eigentlichen Verwaltungsfunktionen betraut.

4. Der Präsident der Bank, das Direktorium.

Der Präsident sowie der Vizepräsident werden auf Vorschlag des Ministerrats vom Präsidenten der Republik für einen Zeitraum von fünf Jahren ernannt. Sie dürfen weder Abgeordneter noch Senatoren, Staats-, Kommunal- oder Privatbeamte sein.

Die eigentlich leitende und ausführende Behörde ist das Direktorium, welches aus dem Generaldirektor und aus einer von dem Generalrat festzusetzenden Anzahl von Direktoren besteht. In den Kompetenzenkreis des Direktoriums gehört die Ausübung aller zur Ausführung der Aufgaben und Erreichung der Zwecke der Notenbank dienenden Akte, die durch das Gesetz nicht der Generalversammlung oder dem Generalrat vorbehalten sind; als wichtigste Kompetenz ist die dem Direktorium obliegende Festsetzung des Diskontsatzes und des Lombardzinsfusses zu nennen. Der Bankpräsident hat das Recht, jeden Beschluss der Direktion bis zur Stellungnahme durch den Generalrat zu suspendieren. Auch gegen jeden Beschluss des Rates kann der Bankpräsident sein Veto einlegen; dasselbe muss jedoch innerhalb einer Frist von drei Tagen vom Finanzminister bestätigt werden. Dem Finanzminister steht zwecks Aufrechterhaltung eines ständigen Kontaktes mit der Bank das Recht zu, einen Regierungskommissär zu ernennen, der an den Sitzungen des Direktoriums der Bank mit beratender Stimme teilnehmen kann.

5. Die Lokaldirektionen unterstehen unmittelbar dem Direktorium.

Die wichtigste Bedingung für die solide Geschäftsführung der Bank, die volle Autonomie und Unabhängigkeit vom Staate, ist durch diese Statuten gewährleistet. Die Bank soll nach streng kaufmännischen Grundsätzen verwaltet werden. Der Präsident der Bank, St. Karpinski, führte auf der Eröffnungsfeier der Bank

von Polen aus: „Die neuen Banknoten müssen gesichert sein durch die statutenmässigen, durch die Praxis des Lebens als genügend anerkannten Werte. Keine Regierungsverfügung, kein Parlamentsbeschluss wird das Deckungsverhältnis und die Art der Sicherheiten ändern können."

Somit wurde die „nötige, eine redliche Arbeit ermöglichende Ruhe geschaffen", [1]) man war sich aber bewusst, dass mit der Einführung der neuen Währung die Kapitalarmut keineswegs beseitigt wurde: „Wir dürfen von der neuen Währung nicht das verlangen, was sie dem Volke nicht zu geben vermag, wir dürfen auch keine Bereicherung von ihr verlangen, denn Reichtum schafft nur Menschenarbeit. [1])

XI. ABSCHNITT

Die Währungsreform und die Krise.

A. Die Währungsreform und ihre Kritik.

Das Warenpreisniveau eines Landes mit inflatorischer Geldvermehrung steht unter dem Preisniveau des Weltmarktes, das Land kann erfolgreich auf ausländischen Märkten konkurrieren. Die Stabilierung ändert diese Situation, sie führt zu einer Hebung des inländischen Preisniveaus; die beginnende Teuerung erschwert nicht nur den Export, sondern bedroht auch das Gleichgewicht des Budgets, da die Ausgaben steigen.

In Polen nahmen jedoch im Jahre 1924 die Dinge einen anderen Verlauf. Schon im Herbst 1923 stellte die Geschäftswelt ihre Kalkulation auf Dollar oder Goldfranken um, die Mark wurde nur als Zahlungsmittel beibehalten, die Preise stiegen deshalb nicht nur nominell, sondern auch dem Goldwert nach. Der Anpassungsprozess der inländischen an die ausländischen Preise vollzog sich in Polen in den eineinhalb Jahren vor der Währungsreform und nicht nach ihrer Durchführung, wie die Entwicklung

---

[1]) Ministerpräsident Grabski auf der Eröffnungsfeier der Bank von Polen

der Gross- und Kleinhandelsindices vom November 1923 bis Februar 1924 zeigt:

1914 = 100

November	1923	—	81.1	
Dezember	1923	—	95.0	
Januar	1924	—	106.9	120.5
Februar	1924	—	111.8	127.4

Die Währungsreform legalisierte lediglich den tatsächlichen Zustand. Seit März, vor allem nach der Reform vom 28. April fielen die Preise, was deutlich zeigt, dass die Umwandlung der Markpreise in Goldpreise sich vor der Währungsreform vollzogen hatte:

März	1924	—	110.4	126.3
April	1924	—	109.0	126.3
Mai	1924	—	109.0	125.6
Juni	1924	—	100.6	123.7

Solange eine Umrechnung der Preise stattfand (die Mark blieb nur bis zum 1. Juli 1924 gesetzliches Zahlungsmittel!) setzte sich die Preissenkung fort.

Inländische und ausländische [1]) Kritiker der polnischen Währungsreform beanstandeten die Wahl eines zu niedrigen Geldwertes als Stabilierungsgrundlage. Der Dollarkurs betrug am 8. Januar 1924 10,250,000 Polenmark, das war der niedrigste Kurs, den die Polenmark erreichte; von da an fiel der Dollar langsam und wurde am 8. Februar auf dem Niveau von 9,350,000 Polenmark gehalten. Die Stabilierung der Mark erfolgte auf dem Niveau 9,350,000 Polenmark = 1 Dollar, die Erhöhung ihres Kurses betrug nicht mehr als 10 %, um die Bevölkerung zur Herausgabe der thesaurierten Valuten und Devisen zu bewegen und eine rechnungsmässig runde Relation der Mark zum Zloty (1,800,000 Polenmark = 1 Zloty) zu erhalten. Beide Zwecke wurden durch die 10-prozentige Kurserhöhung der Mark erreicht. Gerade im Hinblick auf die künftige Preisgestaltung war eine weitere Kurserhöhung nicht geboten. Nach einer lange währenden Inflationsperiode übt schon die Stabilierung allein deflatorische Wirkungen aus, die Umlaufgeschwindigkeit nimmt ab, die Nachfrage sinkt. So hatte die „künstliche" Stabilierung eine

[1]) Spitzmüller S. 69.

bis zum Monat Juli 1924 anhaltende Preissenkung zur Folge. Die Teuerung, die dann einsetzte hat — wie wir noch näher ausführen werden — mit der Stabilierungstechnik nichts zu tun. Die Preisbildung wird von so vielen Faktoren bestimmt, dass es zweifelhaft erscheint, ob eine „organisch" durchgeführte Stabilierung sie zu beeinflussen vermocht hätte. [1]) Für den Handel kommt es lediglich darauf an, dass der Kurs stabil bleibt, ob er hoch oder tief ist, hat keine Bedeutung. Wir sind der Ansicht, das Spitzmüllers Kritik der mitteleuropäischen Stabilierungen (Wahl eines zu niedrigen Stabilierungsniveaus!) zu einseitig währungstechnisch orientiert ist. Man darf von der Währungsreform die „Ausrottung aller Begleitübel der Inflation" [2]) mit einem Schlage nicht erwarten; das wirtschaftliche Gleichgewicht ist kein Problem der Währungstechnik; die Wirtschaft kann somit durch eine bestimmte Währungstechnik nicht vollständig geheilt werden, [3]) die Güter- und Kapitalzerstörung durch währungstechnische Mittel nicht wieder gut gemacht werden. [4])

Polen hat, im Gegensatz zu Oesterreich und Deutschland, seine Währungsreform aus eigenen Kräften unternommen.

Die italienische Anleihe, welche einen Nettobetrag von 62,3 Millionen Zlotys ergab, spielte in der polnischen Sanierungsaktion eine sekundäre Rolle und kann nicht, wie manche ausländische Nationalökonomen glauben, ihrer Bedeutung nach mit den Völkerbundsanleihen an Oesterreich und Ungarn, welche ja das Fundament der Währungsreform in diesen Ländern bildeten, verglichen werden. „Die italienische Anleihe", sagt Grabski, [5]) „kam nicht damals und nicht deshalb, weil wir ohne sie die Sanierung nicht durchgeführt hätten, sondern nachdem die Sanierung schon vollzogen war". Die Aufnahme einer grossen Auslandsanleihe als Ausgangspunkt für die weitere Sanierung wurde von Grabski von Anfang an abgelehnt; die Auslandsanleihe sollte erst nach vollendeter Sanierung aufgelegt werden.

---

[1]) Gibt es überhaupt eine organische Stabilierung? Wenn ja, wo verläuft die Grenzlinie zwischen ihr und der „mechanischen" Stabilierung?

[2]) Spitzmüller, S. 69.

[3]) Machlup, S. 85.

[4]) Młynarski, die Krise, S. 28.

[5]) Grabski, Budget, S. 33.

Eine ausserordentlich wichtige Einnahmequelle wurde durch das Münzgesetz geschaffen, welches den Staatsschatz zur Ausgabe von Silber-, Nickel- und Bronzemünzen autorisierte. Das Gesetz beschränkte das Ausgaberecht auf 8 Zlotys pro Kopf in Silber und 4 Zlotys in Bronze- und Nickelmünzen in kleineren Werten als ein Zloty. Der Annahmezwang wurde für Silbermünzen auf 100 Zloty und für Münzen aus unedlen Metallen auf 10 Zloty festgesetzt. Die Silbermünzen sind 750/1000 fein.

Wir sahen, dass die gleichzeitige Zirkulation von Polenmark und Zloty in der Praxis keine Komplikation mit sich brachte, da sie von kurzer Dauer war. Infolge der rechnungsmässig komplizierten Relation der Polenmark zum Zloty entschloss sich das Finanzministerium, die Polenmark durch eine andere Valuta zu ersetzen, d. h. an die Stelle einer Form von Staatspapiergeld sollte eine andere treten. Die Ueberlegung, dass die Ausprägung der Münzen einige Zeit in Anspruch nehmen würde und das Bestreben, das Tempo der Markeinziehung mit dem Tempo der Scheidemünzemission in Einklang zu bringen, [1]) veranlasste zur Ausgabe von papierenem Scheidegeld an Stelle der Münzen. Der Maximalbetrag dieser Papiernoten wurde jedoch auf 150 Millionen Zloty festgesetzt, ihre kritische Höhe in gleicher Weise auf 100 Zlotys wie für Silbermünzen. Vom 1. Januar 1925 an sollte der Umtausch der Papiernoten von 1 und 2 Zloty in Silbermünzen erfolgen. Am 28. Juni 1924 wurde die ursprüngliche Verordnung dahin geändert, dass die 1- und 2-Zlotynoten auch weiter im Umlaufe bei unbeschränkter Einlösbarkeit in Silbermünzen bleiben sollen.

Der gesamte Markumlauf betrug am 27. April 570,7 Trillionen Polenmark = 317 Millionen Zlotys; 291,7 Trillionen Polenmark = 162 Millionen Zlotys waren durch Forderungen an den Staat gedeckt. Denjenigen Teil des Markumlaufs, welcher die dem Handel, der Industrie und der Landwirtschaft bewilligten Kredite darstellte, erneuerte die Bank von Polen bei Verlängerung dieser Kredite nur in Zloty und nicht in Polenmark; die eingezogenen Markbeträge wurden zurückbehalten und vernichtet.

Der Umlauf der „Hartgeldwährung" (Scheidemünzen und Scheidegeld in Noten) stieg zwar im Verhältnis zu den Noten der

[1]) Mlynarski, Genua, S. 6, Krise S. 40.

Bank von Polen während der ersten Hälfte des Jahres 1925, jedoch kann man in dieser Zeitspanne von einer „Hartgeldinflation" noch nicht sprechen. Die Teuerung der zweiten Hälfte des Jahres 1924 und der ersten Hälfte des Jahres 1925, sowie der Rückgang des Zlotykurses Mitte 1925 ist nicht nur auf die „Hartgeldinflation" zurückzuführen, wie wir weiter unten noch zeigen werden.[1]) Der Hartgeldumlauf, der zu Beginn des Jahres 1925 nur 22,3 % der Notenemission der Bank von Polen betrug, erreichte Mitte des Jahres schon 48,5 %. Die Mitte 1924 gesetz-

---

[1]) Wie während der ersten Inflationsperiode in Polen und in anderen Ländern, entbrannte auch jetzt in der inländischen und ausländischen Literatur ein heftiger Meinungsstreit hinsichtlich der Ursachen des Zlotysturzes. Die Vertreter der Staatswirtschaft, die für die Geschicke der Währung verantwortlichen Leiter pflegen die causa efficiens mit der Wirkung selbst zu verwechseln, sie kämpfen mit dem Rüstzeug der Zahlungsbilanztheorie. So behaupteten im Juni 1923 im Reichausschuss für Markverbesserung Reichsbankpräsident Havenstein allen Ernstes, Deutschland weise keine Inflation auf, vielmehr sei die Zahlungsbilanz passiv. Aehnlich argumentiert mit Bezug auf den Zlotyrückgang der Vizepräsident der Bank von Polen Młynarski; die in der Hauptsache durch die Missernte bedingte Passivität der Handelsbilanz im Zeitpunkt vom 1. Juli 1924 bis zum 30. Juni 1925 habe die Katastrophe herbeigeführt. Mit Recht erwidert Hilton Young in der « Financial News » vom 31. August d. Js.: « A timely warning is therefore more helpful than a belated apologia for past mistakes. » Der amerikanische Finanzsachverständige Prof. Kemmerer führt den Zlotysturz auf 2 Hauptmomente zurück: die Hartgeldinflation und Missernte. Was die Stellungnahme der polnischen Wissenschaftler betrifft so ist zunächst Prof. Taylor zu nennen, der strikt an der Inflationstheorie (Quantitätstheorie) festhält und somit den Zlotysturz allein der Hartgeldinflation zuschreibt und Krzyzanowski, der zwar die gleiche Meinung verficht, in seiner Beweisführung aber vom Budgetproblem ausgeht. „Nachdem die Vermögenssteuer versagte, hat die Regierung, statt zu sparen, ihre Ausgaben durch Hartgeldemission gedeckt. Die Ziffern der nicht eingezogenen aber präliminierten Vermögenssteuer und des emitierten Hartgeldes waren beinah identisch" (Krzyzanowski-Ruch). Die übermässige Steuerbelastung muss — wie man schon auf der Genueser Konferenz erkannte — erneut zur Inflation führen. Der Entzug eines grossen Teiles von Betriebsmitteln hat hohe Zinsen zur Folge, hohe Zinsen bewirken hohe Produtionskosten und eine Preissteigerung, es stellt sich eine Absatzverringerung und Produktionsschmälerung ein; der Import wird lohnend, die Handelsbilanz erschüttert, und der Währungssturz setzt ein. Es folgt der bekannte Kreislauf; abermalige Teuerung, abermaliger Währungssturz. Wie noch gezeigt werden soll, stehen wir auf dem Boden der Inflationstheorie, ohne jedoch in ihr Extrem zu verfallen.

lich statuierte Golddevisenwährung wandelte sich de facto in eine Parallelwährung[1]) Die Bank von Polen schränkte in Uebereinstimmung mit dem Finanzministerium die Annahme des Scheidegeldes ein, die Einlösbarkeit des Hartgeldes in Zloty wurde aufgehoben. Die Deckung der Budgetfehlbeträge durch Scheidegeld hatte ein Disagio des Hartgeldes gegenüber dem Zloty der Bank von Polen und dem Dollar zur Folge. Im Juli 1925 zog die Bank von Polen ihre Scheidemünzordnung zurück, das Disagio verschwand, es setzte aber der Zlotysturz ein. Der Hartgeldumlauf nahm in der zweiten Hälfte des Jahres 1925 beträchtlich zu und überstieg seit November 1925 den Notenumlauf. Das Missverhältnis der beiden Geldsorten beschleunigte die Preissteigerung, erschwerte auf diese Weise die Verteidigung des Zlotykurses und durchkreuzte die Deflationspolitik der Bank.[2]) Diese Erscheinung muss als Kleingeldinflation bezeichnet werden. Folgende Tabelle illustriert das Verhältnis des Scheidegeldes zum Notenumlauf der Bank von Polen:

in 1000 ZLOTYS

1925	Noten der Bank von Polen	Scheidemünzen und Scheidemünznoten	Scheidegeldumlauf in % des Notenumlaufs der Bank von Polen
31. III.	635 172	189 917	33.7 %
30. VI.	503 195	243 955	48.5 %
30. IX.	396 529	343 126	86.5 %
31. XII.	381 424	433 552	113.7 %

Es gibt — ihrem Wesen nach — 2 ganz verschiedene Methoden der Währungsreform, die sich in der Hauptsache dadurch unterscheiden, dass sie das Stabilierungsproblem an verschiedenen Enden anpacken. Die eine Methode kann man durch das Motto verdeutlichen: „Durch Sanierung zur Stabilierung", während der Sinn der zweiten Methode sich in dem Schlagwort veranschaulicht: „Durch künstliche zur natürlichen Stabilierung".

Welche von beiden Methoden der Währungsreform im Einzelfalle zweckmässig ist ist Tatfrage. Die „moderne" Währungsstabilierung setzt eine ziemliche Kühnheit voraus (Deutschland 1923) und ist gleichzeitig nicht ganz ungefährlich, nämlich dann,

[1]) Krzyzanowski 1926.

[2]) Vgl. Bericht der Bank von Polen 1925, S. 13.

wenn die Mittel zum Durchhalten der Stützungsaktion ausgehen. Die klassische Valutastabilierung, die vorwegs erst alle Kautelen für ein Gelingen schafft, ist in der Regel sicherer. Entscheidend für die Frage an welchem Ende ein Land seine Währungsreform anfassen will, sind immer die Gründe, die die Währungszerrüttung herbeigeführt haben. Dort, wo nicht eine natürliche Passivität von Zahlungsbilanz und Budget schlechterdings ausschlaggebend ist, wo vielmehr die Geldentwertung ausschliesslich oder überwiegend die Zahlungsbilanz und Staatsfinanzen verfälscht hat, wird sich die „moderne" Methode, die die künstliche Stabilierung an den Anfang setzt, von selbst aufdrängen. Auf diese Weise kam die deutsche Währungsreform von 1923 zustande. In einem Augenblick, als das Defizit der Reichsfinanzen seinen höchsten Stand, die zentralen Gold- und Devisenreserven ihren Tiefpunkt erreicht hatten, als noch keine Auslandskredite hereingeflossen waren. hat Deutschland auf dem Umwege über die Rentenmark die Stabilierung durchgeführt. Wohl war eine künstliche Stabilierung in Polen notwendig, weil — wie in Abschnitt 7 dargelegt — das beschleunigte Tempo der Geldentwertung jede Finanzreform unwirksam machte. Aber das Werk der polnischen Währungsreform hätte nur durch die erste Methode befestigt werden können. Das Beispiel Deutschlands mag verlockend gewesen sein, — Polen befand sich in einer wesentlich anderen Lage wie Deutschland, welches gestützt auf seine hochentwickelte Wirtschaft und auf das tiefe Vertrauen des Auslandes es wagen konnte, unmittelbar von der Inflationsperiode zur Periode der Stabilität überzugehen. Gerade das Beispiel der polnischen Währungsreform zeigte, dass der einmal festgelegte Stabilierungskurs zum brutalen Sanierungsdiktator nicht werden kann, soweit die Grundübel: Natürliche Passivität von Zahlungsbilanz und Budget noch bestehen.

Das Sanierungswerk Grabskis, für dessen Durchführung die wirtschaftstheoretischen Ansichten der Nationalökonomen massgebend gewesen waren, die an der Schrift „Der Staatsschatz der Republik" mitarbeiteten. scheiterte. Vielleicht wäre es gelungen, wenn Grabski sich entschlossen hätte, schon Ende 1924 seine Methode preiszugeben. Das mag paradox klingen, entspricht aber durchaus der damaligen finanziellen und wirtschaftlichen Lage Polens. Ende 1924 stand Grabski auf der Höhe seines Erfolges;

die Finanzen des Staates waren gerettet, das Budget so ziemlich ins Gleichgewicht gebracht, die Währung stabilisiert. Ohne fremde Hilfe, ohne Inanspruchnahme ausländischer Kredite, durchaus aus eigener Kraft hatte Polen die Sanierung seiner Staatsfinanzen durchgeführt.

„So far the reform war a success; the effort war an heroic one; but an heroic effort was needed, as Poland was unaided by outside resources" (vgl. Financial News, 2. VI. 1926 The falling Zloty). Was nun folgte, war eine Krise, welche die weitesten Kreise der Bevölkerung in Mitleidenschaft zog. Die Erfahrungen der Nachkriegszeit haben gezeigt, dass die Sanierung der Finanzen stets zu wirtschaftlichen Krisen führt, deren Ueberwindung ganz andere Massnahmen erfordert, als die Finanzreform. Die eine oder andere Methode der Sanierung kann nur das Ausmass der Krise beeinflussen. Grabski glaubte, es würde auf die Dauer möglich sein, die Volkswirtschaft Polens im Interesse der Erhaltung des Gleichgewichts im Staatshaushalt ungestraft zu überlasten. Die Gesundung der Staatsfinanzen wurde zum obersten Prinzip erhoben, man stellte an den durch die Sanierung der Staatsfinanzen geschwächten wirtschaftlichen Organismus die grössten Anforderungen, während die Bedürfnisse der Privatwirtschaft unberücksichtigt blieben. Grabski bürdete der durch Krieg und Inflation so vielfach geschwächten Wirtschaft ein Budget von 2,1 Milliarden auf und betrachtete die Aufbringung der erforderlichen Mittel als ein reines Rechenexempel, indem er die Steuer und Abgabenpolitik ganz den Erfordernissen des Budgets unterordnete, dessen Equilibrierung nur möglich war, wenn die Steuern fortgesetzt bis zur Unerträglichkeit erhöht und immer neue Abgaben eingeführt wurden. Vor allem stellten die Vermögensabgabe und die Umsatzsteuer eine untragbare Belastung für die Volkswirtschaft dar. Die Ausgaben des Staates und der Gemeinden beliefen sich auf mehr als 50 % des Volkseinkommens; eine derartige Belastung der Wirtschaft kann nicht anders als Raubbau am Volksvermögen bezeichnet werden.[1]) Nur reiche

[1]) Vgl. Krzyzanowski 1926 S. 120/121. das Volksvermögen wird auf 60. das Volkseinkommen auf 6 Milliarden Zlotys veranschlagt. Der Prozentsatz der Abgaben im Verhältnis zu dem Volkseinkommen beträgt — nach Kleiss — 37%, das Volkseinkommen wird auf 6,6 Milliarden geschätzt, die Belastung in der Höhe von 2,4 Milliarden setzt sich aus folgenden Posten zusammen

Volkswirtschaften können sich öffentliche Ausgaben in der Höhe von 30 % des Volkseinkommens ohne schwere Beeinträchtigung der Kapitalbildung erlauben. Die Belastung des Volkseinkommens, die in Deutschland und England etwa 20 % beträgt, müsste in Polen auf eine Reihe von Jahren niedriger gehalten werden, um den Kapitalbildungsprozess zu fördern und der Wirtschaft die Möglichkeit neuer Entfaltung zu geben.

Der Steuerfiskus ging mit äusserster Rücksichtslosigkeit [1]) gegen säumige Zahler vor, da er annahm, dass die im Budget entstandenen Lücken lediglich einer Steuerträgheit zuzuschreiben seien. Diese rigorose Steuereintreibung hatte eine Kapitalverminderung zur Folge. Die ungeheuerliche Belastung der Produktion machte die polnische Industrie konkurrenzunfähig, die Betriebe standen still und das grosse Heer der Arbeitslosen fiel dem Staate zur Last.

Die Stabilierung der polnischen Währung beruhte eigentlich nur auf der Ersetzung der Inflationssteuer durch andere Steuern, sie wurde nicht auf der festen Grundlage ausländischer Anleihen durchgeführt. In den Publikationen der „Krakauer Oekonomischen Gesellschaft" wies die „Krakauer Schule" auf die Folgen einer solchen Politik hin. [2]) Sie war der Meinung, dass selbst bei Verminderung der Ausgabeziffern das Budgetgleichgewicht

Abgaben für den Staat	1,600	Mill.
Abgaben für die Selbstverwaltungskörperschaften	700	»
Soziallasten	150	»

Infolge der Steuerentlastung der Landwirtschaft erhöht sich der obige Prozentsatz für andere Wirtschaftsgruppen auf 40 bis 45%. Die in Polen ins Leben gerufene soziale Versicherung (und zwar bei Krankheitsfällen, bei der Geburt, Begräbnissen, Unglücksfällen, Erwerblosigkeit und im preussischen Teilgebiet bei Arbeitsunfähigkeit, Alter und Tod) haben natürlich ungeheuer den Staat belastet; dadurch wird selbsverständlich auch eine Belastung der Produktivität erzeugt. In Polen wurde diese Reform mit einemmal eingeführt, während eine solche in den anderen Staaten allmählich eingeführt wurde.

[1]) Grabski und seine Nachfolger haben nicht eingesehen, dass die Fabriken dem Verfall geweiht sind, wenn die Steuerlast das $2\frac{1}{2}$fache des Gesamtgeldumlaufes beträgt. Der Eingang an Steuern betrug 52 Zloty pro Kopf; wenn man in Betracht zieht, dass die durchschnittliche Steuerbelastung in den vorhergehenden Jahren nicht mehr als 12 bis 15 Zloty betrug, so wird man sich der ungeheuren Belastung der polnischen Volkswirtschaft bewusst werden.

[2]) Zweig I.

aus eigener Kraft während der Uebergangsperiode nicht zu erreichen sei und suchte die Notwendigkeit ausländischer Kredite zur Herbeiführung des Budgetgleichgewichts eingehend zu begründen. Im Juni 1925 schrieb Zweig: „Unser Budget .... bedroht unsere Währung; ein Land, dessen Produktion das Gleichgewicht noch nicht erreichte, kann ohne Kredithilfe auf die Dauer seine stabilierte Währung nicht erhalten; der Produktionsfehlbetrag zwingt zu Auslandkäufen, das Land realisiert seine Devisenvorräte, nach der Realisierung kommt die Entwertung .... mit einem Worte, der Zloty sucht sich ein neues Gleichgewichtsniveau, welches das Produktionsgleichgewicht ermöglichen soll." Bei der Aufstellung des meist auf ausserordentlichen und fiktiven Einnahmen beruhenden Budgets waren ausschliesslich fiskalische Interessen massgebend. Der wichtigste Faktor für eine aktive Handelsbilanz — die Leistungsfähigkeit der polnischen Wirtschaft — wurde völlig unberücksichtigt gelassen, was zur Lahmlegung des Exportes führte. Polen war der einzige Staat, der die „Sanierung" ohne Ausgabenverminderung durchführte, die hohen Budgetziffern vergrösserten Polens Abhängigkeit von der ausländischen Kredithilfe. Die Währungsstabilierung konnte — um mit Kryzanowski zu reden — allein auf der Granitgrundlage radikaler Budgetabstriche gelingen. Rund 65 % aller Budgetausgaben müssen dazu benützt werden, um das Riesenheer von Beamten und Staatsfunktionären zu erhalten.[1]) Hier hätten in erster Linie Ersparungsmassnahmen getroffen werden müssen. Die polnische Volkswirtschaft wird sich schwere Opfer auferlegen müssen, um einen Ausweg zu finden. Radikaler Beamtenabbau, Reduzierung des Heeres, Erhöhung der Arbeitsintensität muss die künftige Devise Polens sein, wenn es eine Auslandsanleihe unter günstigen Bedingungen erhalten will, die allein Rettung bringen kann. Die Aufnahme einer grossen niedrig verzinsten Anleihe soll eine Atempause schaffen, die zur Ausarbeitung und Durchführung eines realen Sanierungsplanes benützt werden könnte.

Der für Polens Sanierung erforderliche Betrag wird von Kleiss[2]) auf mindestens 200 bis 250 Millionen Dollar veranschlagt.

[1]) Vgl. Krzyzanowski 1926, S. 91, zirka 10% der Bevölkerung Polens lebt gegenwärtig von Steuern, vor dem Kriege waren es 4—5%.

[2]) Kleiss, auch Krzyzanowski, im Vortrag: « Kemmerers Mission ». Nach Taylor würde eine Anleihe im Betrage v. 400 Millionen Zl. ausreichen.

Die Sanierung selbst müsste sich auf einen Zeitraum von 2 bis 2½ Jahren erstrecken. Der Ertrag der grossen Anleihe würde das Defizit der dreijährigen Sanierungsperiode decken und erst nach Ablauf dieser Schonzeit könnte die Wirtschaft voll für den normalen Staatsaufwand aufkommen. Polen ist dort angelangt, wo es Ende 1923 stehen blieb und es erhebt sich die Frage, ob „it is now the moment to turn to the close of Mr. Hilton Young's report, and adopt the advice he gave in case the effort begun in 1924 broke down" (Financial News, 2. VI. 1926).

B. Krise.

Die sog. Stabilierungskrise ist keine unmittelbare Folge der Stabilierung des Geldwertes, sondern eine notwendige Reagtion gegen das durch die Inflation zerstörte Gleichgewicht der Wirtschaft. Die polnische Stabilierungskrise begann als Absatz-, Produktions- und Kapitalkrise; in erster Linie war sie eine Kapitalkrise.

Die starke Kapitalinvestion in Realwerten während der Inflationszeit hatte zu einem ausserordentlichen Missverhältnis zwischen Anlage- und Betriebskapital geführt. Knappheit an eigenem und Leihbetriebskapital verringerte die Produktionsfähigkeit der Werke, die infolge ihrer unrationellen Erweiterung mit übermässigen Unkosten arbeiteten, verteuerten die polnischen Industrieprodukte in einem Masse, dass ihr Preis weit über dem Weltmarktniveau steht. Der Mangel an Betriebskapitalien ist das Zentralproblem der polnischen Krise. Zehn Kriegs- und Inflationsjahre haben den Betriebskapitalbestand vernichtet. Nach der Durchführung der Währungsreform hat der Wiederaufbau des Kapitals wohl begonnen, [1]) konnte aber naturgemäss nur langsam fortschreiten und der wachsenden Nachfrage nach Kapital nicht entsprechen. Der Kapitalhunger ist eine allgemeine mittel-

[1]) Die Kapitalbildung erfolgte im Vergleich zum Vorkriegsstand äusserst langsam, wie es aus folgender Gegenüberstellung sämtlicher Einlagen in den Jahren 1913 und 1925 erheilt:

	1913	31. VII. 1925
Einlagen	**Milliarden Zlotys**	**Millionen Zlotys**
	3 010.9	**642.8**

Somit betrugen die Einlagen im günstigsten Moment, d. h. Ende Juli 1925 kaum 20% des Vorkriegsstandes (vgl. Bericht der Bank von Polen 1925, S. 14/15). Die Gesamtkredite betrugen am 30. Juni 1925 748,1 Millionen

europäische Erscheinung, in Polen aber kam er viel stärker zum Ausdruck, weil das Land bisher fremdes Kapital nur in geringem Masse heranziehen konnte. Die Unzulänglichkeit des Kapitalangebotes zeigte sich in der Entwicklung der Zinssätze. Das Jahr 1925 begann mit einem Satz von 24 % als Höchstsatz im legalen Verkehr (ein Zinsfuss von mehr als 24 % p. a. und von mehr als 36 % für Banken wurde gesetzlich verboten) und mit einem Satz von 50 % p. a. als „Durchschnittssatz" im mehr oder weniger illegalen Verkehr. Massgebend für die wirtschaftliche Entwicklung des Landes war nicht der Diskontsatz der Bank von Polen, der 12 % betrug (im Juli 1926 ist der Diskontsatz der Bank von Polen auf 10 %, im Dezember 1926 auf 9½ % herabgesetzt worden), sondern die Zinssätze im Privatdiskont, welche 72 bis 96 % erreichen. Diese Sätze verteuerten die Produktion derart, dass die Konkurrenzfähigkeit der polnischen Industrie dem Auslande gegenüber immer mehr zurückging und die Passivität der Handelsbilanz in erschreckendem Masse wuchs. Der Vorgang war ähnlich wie in Oesterreich, wo der hohe Zinsfuss infolge der fehlenden güterwirtschaftlichen Voraussetzungen nicht konstitutiv, d. h preisverbilligend wirken konnte, sondern nur deklatorisch, d. h. als Barometer für den tatsächlichen Stand der Güter- und Kapitalarmut funktionierte. Die Kreditkrise wurde noch verschärft durch die unrationelle Bewirtschaftung des Geldkapitals, die als Folge der aus der Inflationszeit herrührenden Zersplitte-

Zlotys, oder 28.1 Zloty pro Kopf; die Gesamtkredite in Kongrespolen betrugen Ende Dezember 1913 71 Zloty pro Kopf der Bevölkerung gegen 28 Zloty am 30. Juni 1925. Die Kapitalbildung belebt sich somit nur allmählich und geht in der zweiten Hälfte des Jahres infolge der scharfen Kreditrestriktionen seitens der Privatbanken wieder sehr erheblich zurück. Von diesem Augenblick an begann eine starke Zurückziehung der in den Banken deponierten Gelder, was angesichts des verminderten Rediskonts, der Schwierigkeiten der Liquidierung der Aktiva-Operationen und des niedrigen Besitzstandes der Banken, der in diesem Augenblick keine 7 Prozent der eingezahlten Gelder betrugt, die Erschütterung einiger Banken hervorrief (Bericht Lewiatan). Kapital kann nur aus Einkommenüberschüssen gebildet werden, die heutigen Einkommen sind infolge der steuerlichen Ueberlastung im Verhältnis zu den Preisen geringer als früher. Solange die Kapitalbildung durch übertriebene Steuern beeinträchtigt wird, gibt es keine Möglichkeiten einer durchgreifender Aenderung der Verhältnisse, wie sie sich im polnischen Kreditwesen herausgebildet haben.

rung des Bankapparates [1]) anzusehen ist und durch die zum Teil befriedigte Kreditnachfrage lebensunfähiger Unternehmungen. Der letztere Umstand erklärt vielleicht, weshalb Polen weniger Konkurse als Deutschland und Oesterreich aufzuweisen hat, in Polen wird oft beklagt, dass zu wenig Konkurse stattfanden. [2])

Folgende Tabelle soll das Gesagte illustrieren: [3])

Monatliche Zahl der Konkurse:

		Polen	Deutschland	Oesterreich
1924	VI	3	586	43
	IX.	8	850	40
	XII.	22	616	42
1925	III.	35	776	54
	VI	25	766	60
	IX.	58	914	37
	XII.	50	1 660	56

Auch im Vergleich mit Staaten wie die Schweiz, Holland und England ist die monatliche Durchschnittszahl der Konkurse gering:

Monatliche Durchschnittszahl der Konkurse:

	England	Schweiz	Holland	Polen
1924	428	46	368	9
1925	418	49	342	43

[1]) Vor dem Kriege waren auf den Gebieten des gegenwärtigen Polens sechs rein polnische Aktienbanken vorhanden. Sie entwickelten sich gut und konkurrierten mit den russischen, österreichischen und deutschen Instituten. Heute weist Polen 86 Aktienbanken mit 221 Abteilungen und Agenturen und eine beträchtliche Zahl von Agenturen, wie auch 6 Filialen ausländischer Banken auf. Im grossen und ganzen befindet sich das polnische Bankwesen in einem beklagenswerten Zustand. Nach den vorliegenden Bilanzziffern für das zweite Vierteljahr 1926 betrug die Kreditsumme sämtlicher 69 im polnischen Bankenverband vereinigten polnischen Banken 620 Millionen Zloty, wobei in letzterem Posten bereits die Diskontkredite in Höhe von rund 247 Millionen mitinbegriffen sind.

Eine Fusionierung der kleinen Institute mit den grossen wäre — meint der amerikanische Finanzsachverständige Kemmerer — der erste Schritt zur Gesundung des polnischen Bankwesens. Auf Grund des neuen Bankengesetzes wreden mit Ablauf des Jahres 1926 zahlreiche polnische Kleinbanken ihre Betriebe schliessen müssen, da das Mindestkapital einer Bankunternehmung 1 Million Zloty betragen soll. (vgl. auch Balukiewicz, S. 89, 94).

[2]) Mynarski, die Krise, S. 73

[3]) Bulletin mensuel de statistique 1925/1926.

Der Stabilierung folgte auch eine scharfe Absatz- und Produktionskrise. Das Tempo des inneren Konsums verlangsamte sich; man erwartete eine Herabdrückung des Preisniveaus durch die Abstossung der beträchtlichen Vorräte der Inflationszeit. Die allgemeinen Absatzschwierigkeiten zwangen zu einer Einschränkung der Produktion. Die Produktionskrisis, die durch Mangel an Gütern erster Ordnung verursacht ist, kann nur durch entsprechende Verbreitung der Produktionsmittelbasis überwunden werden, was eine Verbilligung der Produktion (Rationalisierung der Betriebe, Stillegung unrationeller Betriebe, Umorganisation der Konzerne usw.) voraussetzt. Zunehmender Steuerdruck aber auf der einen Seite, Mangel an Kapital und Verringerung der Absatzmöglichkeiten auf der anderen Seite, mussten in Polen alle Bemühungen um eine Rationalisierung der Betriebe scheitern lassen. Betriebseinschränkungen und gänzliche Stilllegung der Betriebe mehrten sich; zum ersten Mal tauchte in Polen das Problem der Arbeitslosigkeit auf [1]). Der plötzliche Uebergang von der Inflationswirtschaft zur Normalwirtschaft schädigte besonders schwer die Schwerindustrie.

Folgende Tabellen veranschaulichen den Produktionsrückgang der Berg- und Hüttenindustrie und die Entwicklung der Arbeitslosigkeit:

Produktion von		Kohle	Rohstahl	Eisenrohguss
		in 1000 Tonnen		
1924	VI.	2 479	41	26
	IX.	2 909	54	17
	XII.	2 840	58	25
1925	III.	2 670	71	28
	VI.	1 650	70	27
	IX.		66	25
	XII.		52	26

[1]) Aber auch die anderen Länder haben, wie Polen, die Arbeitslosigkeit zu spüren bekommen. Momentan ist Frankreich, das bis vor wenigen Monaten keinen einzigen Arbeitslosen aufzuweisen hatte, daran, die Schwierigkeiten, die sich seit dem Steigen des Frankenkursus gezeigt haben, durchkosten zu müssen. Deutschland macht eine Krise durch, die nicht mit der der anderen Länder verglichen werden kann. England ist seit dem Schwinden der Hochkonjunktur des Jahres 1920 mit einem grossen Heer von Arbeitslosen belastet und Oesterreich kann infolge der Zerstückelung seines einstigen grossen Territoriums nicht genügenden Absatz

Monatsdurchschnitt:

1925	Erste Jahreshälfte	III. Quartal
Steinkohle	2 459	2 202
Braunkohle	5.3	4.9
Eisenrohguss	26.6	24.8
Rohstahl	69.5	69.3

Die Zahl der statistisch erfassten Arbeitslosen vermag mittelbar den Produktionsrückgang zu veranschaulichen: [1])

Ende des Monats		Zahl der Arbeitslosen
1922	III.	173 000
	VI.	105 000
	IX.	68 000
	XII.	75 000
1923	III.	114 570
	VI.	76 397
	IX.	52 420
	XII.	67 581
1924	III.	109 531
	VI.	137 830
	IX.	156 110
	XII.	161 940
1925	III.	185 400
	VI.	171 340
	IX.	195 044
	XII.	313 709

Die Regierung versuchte durch Herabsetzung der Kohlensteuer und Einführung des Zehnstundentages für die Eisenindustrie und teilweise für die Kohlenindustrie Besserung zu

für seine Industrie finden. Die Hauptursache der Krisen liegt in den Währungsverhältnissen der Länder. Die Kreditpolitik ist von bestimmendem Einfluss auf die Arbeitsbeschaffung, weshalb die amerikanische Notenbank bei der Notenpolitik ihr Hauptaugenmerk auf die Stabilhaltung des Preisniveaus richtet.

[1]) Bulletin mensuel de la Société des Nations 1926.

schaffen. [1]). Im Grunde verkannte sie den Ernst der Situation und zeigte kein Verständnis für die Wirtschaftskrise.

Trotz des starken Produktionsrückganges, der auch aus der Passivität der Handelsbilanz zu ersehen ist, stieg der Notenumlauf immer mehr; G und Q [2]) (Geldumlauf und Warenseite-Handelsvolumen) entwickelten sich also ungeachtet der Preissenkung in der ersten Hälfte des Jahres 1924 nicht übereinstimmend. [3])

Im Herbst 1924 kam die Missernte mit einem um 20-30 % geringeren Ergebnis gegenüber dem Jahre 1923 [4]) Sie war ein neuer

[1]) La Restauration, S. 41.

[2]) Diese Beweisführung, welche die Richtigkeit der in unserem theoretischen Abschnitte aufgezeigten Zusammenhänge zwischen Notenbank und Wirtschaftsdynamik bestätigt, erhebt keinen Anspruch auf Exaktheit. Sie veranschaulicht nur in einfacher Form die Lage.

[3]) Das polnische Handelsvolum müsste an Hand der Umsatzsteuererträge errechnet werden.

[4]) Die Landwirtschaft begann sich zu Anfang des Jahres 1924 als sich die Preisschere zugunsten der landwirtschaftlichen Produkte schloss zu erholen (erhöhtes Niveau der Getreidepreise bei gleichbleibenden Preisen landwirtschaftlicher Hilfsmittel), sie ist nun durch die Missernte der Vorteile der ersten Stabilisierungsperiode beraubt worden. (Vgl. Bericht der Bank Polski 1924, S. 12.) Folgende Tabelle, die wir nach dem Annuaire International de Statistique Agricole 1924/1925 (S. III. Abschnitt: Production agricole S. 102—189) zusammenstellen, gibt ein Bild der Lage.

Fläche, Produktion und Ertrag pro ha.

Fläche

	Durchschnitt 1909/1913	1921	1922	1923	1924
		ha			
Weizen	1.352.716	846.837	1.041.614	1.017.365	1,072.949
Roggen	5.087.178	3.587.964	4.542.531	4.644.768	4.417.148
Gerste	1.265.447	991.725	1.143.092	1.199.457	1.218.391
Hafer	2.748.967	1.923.700	2.379.163	2.515.076	2.585.038

Produktion

	Durchschnitt 1909/1913	1921	1922	1923	1924
		Zentner			
Weizen	17.044.222	10.181.200	11.533.422	13.535.702	8.844.460
Roggen	57.485.111	42.562.036	50.135.340	59.623.876	36.548.193
Gerste	15.185.364	12.237.167	12.967.508	16.555.093	12.081.168
Hafer	28.314.360	21.814.163	25.056.152	35.223.969	24.119.580

Schlag für den polnischen Wirtschaftsorganismus, die Landbevölkerung verarmte, die Passivität der Handelsbilanz nahm zu und die Aufnahmefähigkeit des Inlandsmarktes für Industrieerzeugnisse erfuhr eine weitere Einschränkung. Der Ernteausfall bezifferte sich auf fast eine Milliarde Zloty;[1] diese Milliarde Zloty, durch die das polnische Volkseinkommen geschmälert wurde, bedeutete für die gesamte Wirtschaft einen unersetzlichen Verlust. Das schon früher schwankend gewordene Gleichgewicht G und Q wurde infolge der Missernte zerstört und es setzte eine neue Preissteigerung ein.

Ertrag pro Hektar

	Durchschnitt 1909/1913	1921	1922	1923	1924
	Zentner				
Weizen	12,6	12,0	11,1	13,3	8,2
Roggen	11,3	11,9	11,0	12,8	8,3
Gerste	12,0	12,3	11,3	13,8	9,9
Hafer	10,3	11,3	10,5	14,0	9,3

Die relativen Zahlen der Fläche beziehen sich auf das Gebiet des gegenwärtigen Polens. Die Produktionszahlen beziehen sich auf die gegenwärtigen Gebiete Polens mit Ausnahme des Wilnaer Distrikts für das Jahr 1921 und Oberschlesiens für die Jahre 1921 und 1922.

Eine günstige Wendung trat für die Landwirtschaft in der zweiten Hälfte des Jahres 1925 im Zusammenhang mit der guten Ernte ein. Die Ernte des Jahres 1925 war grösser als die Durchschnittsernten der Vorkriegsjahre (mit Ausnahme des Weizens).

(Zusammenstellung in Tonnen)

	Jahr 1925	1924	1923
Weizen	1.573.000	884.450	1.353.570
Roggen	6.538.500	3.654.820	5.962.390
Gerste	1.677.280	1.298.120	1.655.510

Durchschnitt 1909/1913:

Weizen 1.683.500 Roggen 5.659.390 Gerste 1.498.500

Die Besserung der Weltkonjunktur bewirkte eine Preissteigerung der Getreidearten im Inlande und beeinflusste im Zusammenhang mit dem Zlotysturz, der eine natürliche Exportprämie bildete, auch den Export günstig.

[1]) Kleiss, S. 13.

		Grosshandelsindices (Januar 1914 = 100)	Kleinhandelsindices (1914 = 100)	Prozentuale Vergrösserung (+) oder Verringerung (—)
1924	Juni	100.6	123.7	
	Juli	102.3	127.2	+ 2.8
	August	109.2	134.7	+ 5.9
	September	112.4	141.1	+ 4.8
	Oktober	116.4	150.0	+ 6.3
	November	116.6	151.6	+ 1.1
	Dezember	118.3	153.1	+ 1.0
1925	Januar	119.5	150.0	— 2.1
	Februar	121.1	150.8	+ 0.6
	März	121.6	151.3	+ 0.3
	April	119.4	149.3	— 1.3
	Mai	118.0	147.2	— 1.4
	Juni	119.3	148.4	+ 0.8

Mlynarski ist der Meinung, dass die gleichzeitig erfolgte Rückkehr der wichtigsten europäischen Währungen zur Goldparität diese Preisentwicklung verschärft hat, da der Devisenvorrat der Bank von Polen in Dollars gehalten wird und eine Kurseinbusse des Dollars einer Kurseinbusse des Zlotys, d. h. einer Verteuerung des Imports gleichkommt. Hiergegen ist jedoch zweierlei einzuwenden: erstens spielen die Länder (Schweiz, England, Holland) deren Währungen Mitte 1924 zur Goldparität zurückkehrten, in Polens Aussenhandel keine grosse Rolle. Die Auffassung von Mlynarski würde nur unter der Voraussetzung zutreffen, dass die genannten Länder Monopolgüter erzeugen, auf die Polen angewiesen ist, ferner bewirkt eine Rückkehr zur Goldparität eine Preissenkung, die vom Standpunkt des polnischen Zloty aus gesehen als Kompensierung der teurer bezahlten Devise wirkt.

Das erhöhte Preisniveau führte zu einer Steigerung der Nachfrage nach Betriebskapital, die während der zweiten Jahreshälfte 1924 und dem ersten Halbjahr 1925 anhielt. Der katastrophale Geldmangel hatte eine unerträgliche Kreditteuerung — der Privatdiskontsatz betrug 4—6 % im Monat — zur Folge. Die hohen Produktionskosten und die Unmöglichkeit, langfristige Warenkredite für Exportzwecke zu erhalten, verminderten die Konkurrenzfähigkeit der polnischen Industrie. Wie aus dem oben an-

geführten Zahlenmaterial zu ersehen ist, verschärfte sich die Krise in der zweiten Jahreshälfte 1925 noch bedeutend. Produktion und Export gingen zurück. Industriezweige, wie z. B. die Textil- und Maschinenindustrie bauten die Produktion radikal ab. In Lodz arbeiteten von 240 Textilfabriken nur 30—40 grössere Unternehmungen eine Hälfte der Woche, während die übrigen den Betrieb völlig stillegten; Lodz allein hatte 50 000 Arbeitslose. Von den 150 meist kleineren Textilunternehmungen in Bialystok arbeiteten nur noch etwa 3—4 grössere Fabriken. Die Likörerzeugung wurde ganz eingestellt. Ein deutliches Zeichen für die wirtschaftlichen Schwierigkeiten war die Abwanderung einiger Lodzer Textilunternehmungen nach Rumänien und Jugoslavien[1]), Verringerung der Produktion, Steigerung der Arbeitslosigkeit und Herabsetzung der Arbeitszeit beeinträchtigten die Aufnahmefähigkeit des inländischen Arbeitsmarktes; die Arbeiterklasse wie auch die durch die Missernte hart betroffene Landwirtschaft schränkten ihren Konsum ein, was zu einer weiteren Produktionsverringerung führte. In der ersten Zeit nach der Stabilisierung nahm die Arbeitslosigkeit ab; aber schon im Juni 1925 stieg die Arbeitslosenziffer auf 180 000 und im Jahre 1926 auf 300 000. [2]) Der Handel hatte mit denselben Schwierigkeiten zu kämpfen wie die Industrie.

In der zweiten Hälfte des Jahres 1925 brach eine Vertrauenskrise aus. Ein Grossteil der Geschäfte liquidierte, viele sagten Konkurs an und die Unternehmungen, die sich behaupten konnten, mussten verzweifelt gegen die Geldnot und den katastrophalen Absatzmangel kämpfen. Die polnischen Banken, deren liberale

[1]) Vgl. Neues Polen, M. Meister, die Industrie. S. 26.

[2]) Es wäre aber ungerecht die im Verhältnis zur Vorkriegszeit ausserordentliche hohe Arbeitslosenziffer allein auf die Stabilierungsmethode Grabskis und ihre Folgen zurückzuführen; kein Land weist ein so starkes Missverhältnis zwischen dem Bevölkerungs- und Kapitalzuwachs auf wie Polen. Die gewaltige Kapitalvernichtung und die Beschränkung der Auswanderung musste zu einer Verschlechterung der Lage auf dem Arbeitsmarkt führen Vor dem Kriege wanderten jährlich eine halbe Million Polen aus, gegenwärtig sind es kaum mehr als 100 000. Die Zahl der städtischen Arbeitslosen (300 000) deckt sich ungefähr mit der Abnahme der dauernden und der saisonmässigen Auswanderung. Das Problem des wirtschaftlichen Wiederaufbaus von Polen ist in erster Linie ein demographisches Problem, ohne Einschränkung des Bevölkerungszuwachses auf ein vernünftiges Mass kann von einer dauernden Besserung der Lage nicht die Rede sein (Krzyzanowski 1926, S. 149, vgl. auch Balukiewiez, S. 21).

Kreditpolitik in der ersten Jahreshälfte zu einer Immobilisierung ihrer Mittel geführt hatte, versagten in dieser Krise völlig. Die Bank von Polen schritt zu einer Restriktion der Wechselkredite, um ihren, durch das Defizit der Zahlungsbilanz bedrohten Devisenbestand zu schützen. Die übrigen Banken, die durch den ersten Zlotysturz und die darauf folgende überstürzte Zurückziehung der Depositen seitens der privaten Einleger, in eine äusserst bedrängte Situation gerieten, waren zur Kündigung der von ihnen erteilten Kredite gezwungen. Der Zlotysturz verursachte zahlreiche Konkurse, weil das Steigen der Preise einerseits nicht Schritt hielt mit der Geldentwertung und andererseits den Absatz verringerte.

1925	Grosshandelsindices errechnet aus 57 Warenpreisen (1914 = 100)	Lebenshaltungsindex in Warschau (1914 = 100)	
VII.	119.6	151.6	+ 2.4
VIII.	124.1	151.4	— 0.1
IX.	127.1	152.0	+ 0.4
X.	127.7	155.1	+ 2.0
XI.	136.5	158.1	+ 1.6
XII.	154.7	173.1	+ 10.0

Der Zlotysturz hätte durch ausländische Kredite aufgehalten werden können, da sie fehlten, musste sich die Besserung der Handelsbilanz in Form der Zlotyentwertung vollziehen. Kapitalhunger und hoher Zinsfuss sind auch weiterhin die charakteristischen Symptome der polnischen Krise. Es ist Aufgabe der Kreditpolitik, eine entsprechende Preissenkung der Produktionsmittel sowie eine Verbilligung des Produktionsprozesses herbeizuführen.

Man muss sich endlich darüber klar werden, dass die Gesundung der Wirtschaft nicht durch künstliche, geldtechnische Mittel, sondern letzten Endes nur durch Steigerung und Verbilligung der Produktion erreicht werden kann. [1])

[1]) Polen muss wie überhaupt Europa danach trachten, mit allen Mitteln die Produktion wissenschaftlicher und methodischer zu gestalten; diejenigen Prinzipien anzuwenden, die man unter den Bezeichnungen « efficiency », « Taylorismus » und « Fordismus » zusammenfasst und die es im wesentlichen ermöglichten, dass die relativ junge Industrie der Vereinigten Staaten sich in der Welt den Vorrang eroberte. Die Stellung des Arbeitnehmers in einem Unternehmen sollte einzig und allein durch seine Fähig-

C. Die Diskont- und Devisenpolitik der Bank von Polen.

Wie hat die Bank von Polen die wichtigsten Aufgaben eines zentralen Noteninstituts, die Regulierung des Zahlungsmittelumlaufs, den Schutz der Währung und die Bereitstellung der erforderlichen Kredite durchgeführt? Die „Bank von Polen" übernahm alle Aktiven und Passiven der P.K.K.P., wogegen sie sich zur Einlösung der am 28. April in Umlauf befindlichen 570 Billionen Mark = 317 Millionen Zloty verpflichtete. Die Polenmark blieb bis zum 1. Juli 1924 gesetzliches Zahlungsmittel, von diesem Datum ab wurde sie gegen die Noten der Bank von Polen eingetauscht. Am 30. April 1925 zirkulierten noch Polenmark im Betrage von 1,6 Millionen Zloty. Nachfolgende Zusammenstellung zeigt die Entwicklung des Geldumlaufs:

in 1000 Zloty

1925	Goldbestand	Valuten und Devisen netto	Gesamte Noten-[1] unterlage
31. III.	116 620	249 790	366 410
30. VI.	120 173	134 730	234 903
30. IX.	80 421	37 380	117 801
31. XII.	78 728	2 824	75 904

1925	Banknoten-umlauf	Gesamt-geldumlauf	Deckung des Banknoten-umlaufs in %	Deckung des Gesamtgeld-umlaufs in %
31. III.	563 172	754 799	65.0 %	48.6 %
30. VI.	503 195	747 100	46.7 %	31.4 %
30. IX.	396 529	703 655	29.7 %	16.8 %
31. XII.	381 424	778 977	19.9 %	9.9 %

keiten bestimmt und die Höhe des Lohnes — ohne Begrenzung nach oben — nach dem erzielten Erfolg bemessen werden. Hohe Löhne bedingen nicht notwendig hohe Verkaufspreise; es ist im Endresultat vorteilhafter den Reingewinn eines Unternehmens durch die Erhöhung des Umsatzes bei gleichzeitiger Reduktion des Verkaufspreises und Beibehaltung oder sogar Verbesserung der Qualität des Produktes zu steigern, als durch Hochhaltung der Preise. Hirsch (Hirsch 1926) glaubt, dass Europa ganz von selbst zu amerikanischen Produktionsbedingungen kommen wird, da der stete Rückgang der Geburtenziffer, der allerdings in Polen nicht zu konstatieren ist, zu einem Mangel an Arbeitskräften führt. Bedingung für eine Rationalisierung und Intensivierung der Wirtschaft ist, dass die vielen Zollschranken, welche die Bildung eines einheitlichen europäischen Marktes verhindern, fallen oder zumindest abgebaut werden. Bekanntlich wird die im Jahre 1927 in Genf tagende Weltwirtschaftskonferenz auch diesem Problem ihre besondere Aufmerksamkeit zuwenden.

[1]) Notenunterlage = unverpfändeter Goldvorrat und Devisen und Valuten netto.

Die Steigerung der Emissionstätigkeit hatte zwar, wie Mlynarski [1]) sagt „nothing to do with inflation", sie widersprach bis Mitte 1925 nicht im geringsten der „Deckungstheorie". Die Bank von Polen suchte, durch die Erfahrungen der Inflationszeit gewarnt, von Anfang an eine möglichst breite Gold- und Devisendeckung, 50 % [2]) zu bewahren, um jedem spekulativen Angriff den Boden zu entziehen; sie hielt, in Ueberschätzung der Qualitätstheorie, [3]) die Notenemission im Wechseldiskontgeschäft in bescheidenen Grenzen, wodurch sich die Emissionsbasis verschmälerte. Der Notenumlauf der Bank von Polen erreichte Ende März eine Höhe von 563,1 Millionen, er ging Ende Juli auf 461,6 und Ende Dezember auf 381,4 Millionen [4]) zurück. Die Volkswirtschaft eines Landes, auf dessen Gebiet 1914 rund 2 Milliarden Goldfranken im Umlauf waren, musste nun mit kaum 788 Millionen, d. h. zahlenmässig einem Drittel, der Kaufkraft nach aber mit einem Fünftel, des vorkriegsmässigen Geldbedarfs ihr Auskommen finden. Dass die Umlaufsziffer von 28 Zlotys pro Kopf bei einer jährlichen Steuerbelastung von über 70 Zloty pro Kopf auf die Dauer zu unhaltbaren Zuständen führen musste, ist ohne weiteres

[1]) F. Mlynarski, The Genoa Resolution, S. 20.

[2]) Die Deckung belief sich nach dem Bericht der Bank von Polen 1925 S. 18:

	am	auf		am	auf
1924	30. VI.	83.88 %	1925	31. III.	65.06 %
	30. IX.	68.35 %		30. VI.	46.68 %
	31. XII.	65.15 %		30. IX.	45.76 %
				31. XII.	37.96 %

Somit ziehen die amtlichen polnischen Stellen zur Deckung auch den im Auslande verpfändeten Goldbestand mit heran und errechnen so ein Deckungsverhältnis von 35%. Jedoch spiegelt dieser Deckungssatz kaum die wahre Lage ab, da doch von dem in der Schlussbilanz der Bank von Polen ausgewiesenen Goldbruttovorrat von 133,6 Millionen ca. 55 Millionen abzuziehen sind, die in London deponiert sind und als Sicherstellung für die von der Bank aufgenommenen Interventionskredite dienen. (Nach der Bilanz vom 20. April 1926 sind sogar 77,5 Mil. im Ausland für erhaltene Interventionskredite verpfändet.)

[3]) Vgl. Bericht der Bank von Polen 1924, S. 15.

[4]) Ende Juni 1925 betrug die Deckung des Notenumlaufs 46%, die Deckung des Gesamtgeldumlaufs allerdings nur 31,4%.

klar. [1]) Um der wachsenden Kreditnot abzuhelfen, vereinigten sich die Galizische Landesbank, die staatliche Wiederaufbaubank und die Städtische Kreditanstalt Kleinpolens zur Nationalwirtschaftsbank, deren Gründung im engen Zusammenhang mit dem wirtschaftlichen Sanierungsplan stand; sie sollte ihre Geschäftstätigkeit im Sinne der staatlichen Wirtschaftspolitik ausgestalten und sich vorwiegend Aufgaben zuwenden, die vom Privatkapital vernachlässigt wurden.

Nach der Aufstellung eines ausgezeichneten Wirtschaftskenners, des früheren Finanzministers Michalski, bezifferte sich der Kreditbedarf der Industrie, des Handels und der Landwirtschaft zu Beginn des Jahres 1925 auf 1 Milliarde Zloty. Mlynarski schätzte den jährlichen Kreditbedarf sogar auf 1,5 Milliarden Zlotys. Der Wert der industriellen Jahresproduktion betrug im Gesamtgebiet des heutigen Polen nahezu 6 Milliarden Zloty; wenn man annimmt, dass 15 % des Betriebskapitals auf eigene Betriebsmittel entfielen, so benötigte die industrielle Produktion allein einen Kredit in der Höhe von 900 Mill. Zloty. Der Kreditbedarf der landwirtschaftlichen Erzeugung wurde auf nahezu 200 Mill. Zloty, derjenige von Handel und Gewerbe auf 400 Mill. Zloty veranschlagt, so dass unter den gegenwärtigen veränderten politischen und ökonomischen Bedingungen sowie unter Berücksichtigung der verminderten Kaufkraft des Geldes insgesamt ein Kreditbedarf im Betrage von rund 1,5 Milliarden Zloty angenommen werden kann. [2]) Am 1. Januar 1925 verfügte der polnische Markt indes nur insgesamt über die Summe von 670 Millionen

[1]) Die oberste zulässige Grenze des polnischen Geldumlaufs lässt sich nicht exakt feststellen. Da der Zahlungsmittelumlauf in erster Linie durch die Höhe der Preise beeinflusst wird, könnte eine bestimmte Zahl überhaupt nur relative, zeitlich begrenzte Geltung haben; sie ist jedoch schon mit Rücksicht auf so wenig bestimmbare und doch so wichtige Faktoren, wie Umlaufsgeschwindigkeit und Einwirkung der bargeldlosen Zahlungsmethoden, nicht zu ermitteln. Bei dem Versuch einer Begrenzung des zulässigen Zahlungsmittelumlaufes ist man stark auf das Gefühl angewiesen. Die Bank von Polen befindet sich hierin insofern in einer schwierigen Lage als sie diese Grenze empirisch suchen muss und — aus Mangel von einem Masstab — diese Grenze zu überschreiten leicht in Versuchung kommt. Die oben angeführten Ziffern sind ein Symptom dafür, das auf dem polnischen Preisniveau der Druck übermässiger Geldvermehrung lastet.

[2]) Vgl. Bank-Archiv. 15. 1. 1926 Kulschevsky. Der erste Abschluss der Bank von Polen.

Zloty.[2]) Die gesamten Kredite betrugen am 30. Juni 1925 748,1 Millionen Zloty oder 28,1 Zloty pro Kopf. Mithin konnte die Nachfrage nach Betriebskredit nur zu 40 % befriedigt werden und der Bedarf an langfristigem Kredit keine Berücksichtigung finden. Es wäre Aufgabe der Bank von Polen gewesen, ihre Kreditpolitik in erster Linie auf die Erhaltung der Stabilität des Zloty einzustellen; sie hätte die Entwicklung des inländischen Preisniveaus sorgfältig beobachten müssen, um der Gefahr inflationistischer Geldvermehrung sogleich begegnen zu können. Dass in der ersten Zeit nach erfolgter Stabilierung der Kredit des zentralen Noteninstituts stark in Anspruch genommen wurde, ist aus dem grossen Bedarf an flüssigen Mitteln zu erklären, der sich damals geltend machte. Aber schon vom August 1924 ab wurde ein Teil der Noten, welche die Bank im Wechseldiskont ausgab, in Devisen umgewandelt und die dauernde Fortsetzung dieses Vorganges ist ein deutliches Zeichen dafür, dass die Kreditpolitik der Bank von Polen zu large war. Vom 1. Januar 1924 bis zum 1. Januar 1925 stiegen die Kredite von 34 Millionen Zlotys auf 280 Millionen Zlotys, am 31. Juli betrugen sie 343,3 Millionen Zlotys. Die „Wirtschaftliche Revue" vom 15. Januar 1925 (S. 53) bezeichnet mit Recht die Kreditpolitik der Bank von Polen während des Jahres 1924 als „künstliche Schaffung neuer Kapitalien" als eine Politik „inflatorischen Charakters". Auch in der ersten Hälfte des Jahres 1925 setzte die Bank von Polen — trotz des andauernden Produktionsrückganges — ihre Kreditpolitik[2]) fort und verstiess gegen die primitivsten Grundsätze der Quantitätstheorie. Die Warenpreise stiegen. Die Einfuhr nahm zu, während der Export seine früheren Absatzgebiete nur zum Teil und nur unter grossen Opfern behaupten konnte. Kapitalmangel, niedriger Stand

[1]) Wirtschaftliche Revue (poln.) 51 1. 1925, S. 53. Die der Landwirtschaft während des ganzen Jahres 1925 gewährten Gesamtkredite (d. h. seitens der Bank von Polen, Nationalwirtschafts-, Landwirtschaftsbank, Postsparkasse, Kommunal- und Aktienbanken) betrugen 175 Millionen Zlotys, was 1/34tel des landwirtschaftlichen Betriebskapitals entspricht; die während des J. 1925 der Industrie gewährten Gesamtkredite beliefen sich auf 850 Millionen Zl., was ½ des industriellen Betriebskapitals entspricht. (Vgl. Balukiewicz, Seite 86/88)

[2]) Langfristige Kredite wurden an Stelle kurzfristiger erteilt und statt den Kaufleuten Betriebskredite zu Verfügung zu stellen, gewährte man Landwirten und Industriellen Investitions- und Finanzkredite.

der Produktionstechnik und Mangel an Organisationstalent in Polen erhöhten die Gestehungskosten. Hohe Warenpreise im Inland und eine passive Handelsbilanz waren die Erfolge der Kreditpolitik der Bank von Polen. Schon das Jahr 1924 schloss mit einem Defizit der Handelsbilanz von 217,1 Millionen, das Defizit der ersten 8 Monate des Jahres 1925 belief sich auf 512,0 Millionen, seit Anfang September 1925 war die Handelsbilanz aktiv, so dass das Handelsbilanzpassivum für das ganze Jahr 1925 auf 263,8 Millionen zurückging. Die Folge dieser aussergewöhnlichen Passivität der Handelsbilanz (monatliche Schwankungen zwischen 60 und 90 Millionen) war eine ständige Abnahme des Devisenvorrates der Bank von Polen, der seinen Höchststand von 280,5 Millionen Zlotys am 10. August 1924 erreichte, zunächst langsam auf 205,2 Millionen Zlotys, am 10. März 1925, sank, um dann nach einem vorübergehenden Ansteigen auf 259,4 Millionen am 31. März 1925 [1]) rasch wieder zurückzugehen; betrug er doch nach dem Ausweis vom 31. Juli 91,5 Millionen und nach dem Ausweis vom 31. Dezember 69,7 Millionen im brutto. Der fortdauernde Rückgang des Devisenfonds hielt die Bank von Polen aber nicht von einer ständigen Erweiterung der Kredite und dementsprechend des Notenumlaufs ab. Ende Oktober 1924 wurde der Diskont von 12 auf 10 % herabgesetzt. So stieg die Kreditinanspruchnahme von:

Die Kreditgewährungen der Bank von Polen
(in 1000 Zlotys)

	31. XII. 1924	30. VI. 1925	31. XII. 25
1. Wechselportefeuille	256.955	299.3	289.3
2. Lombarddarlehen und diskontierte kurzfristige Papiere	31.975	35.6	36.2
4. Gesamtkredite	288.930	334.9	325.5

Die im Juni 1925 vorgenommenen Kreditrestriktionen setzten verspätet ein und waren unzureichend.

Vom 1. Mai bis zum 31. Dezember 1924 betrug das Passivum der polnischen Handelsbilanz 203,2 Millionen Zlotys. Diese Ziffer

[1]) Diese Erhöhung des Devisenfonds ist zurückzuführen auf den Erlös aus einer Tranche der amerikanischen Anleihe. Bedauerlicherweise hat die deutsche Kreditrestriktion vom 9. April 1924, die im Auslande einen auffällig starken Eindruck hinterlassen hat, in Polen keinen Anklang gefunden. Es gehört zum A. B. C. aller Stabilierungspolitik, dass man eine Sanierungsaktion mit einer Kreditrestriktion einleitet.

gibt den Einfuhrsaldo für eine bestimmte Zeitdauer wieder und ist nicht identisch mit dem Saldo der Summen, die in einer gegebenen Periode zur Begleichung des Importes an das Ausland abfliessen [1]) und uns in diesem Zusammenhang allein interessieren. Bei Errechnung der oben genannten Ziffer sind einerseits die nach dem 1. Mai 1924 erfolgten Zahlungen für Waren, welche vor dem 1. Mai eingeführt wurden, nicht berücksichtigt, andererseits Importe inbegriffen sind, die erst nach dem 1. Januar 1925 bezahlt wurden. Es sei jedoch der Vereinfacung halber angenommen, dass die beiden Summen, die addiert bezw. subtrahiert werden müssten, sich gegenseitig kompensieren, dass also die Devisennachfrage bei der Bank von Polen dem Einfuhrüberschuss in dieser Periode d. h. 203,2 Millionen Zlotys gleich war. Ausserdem musste die Bank von Polen Devisen zur Verfügung stellen für:

a) Zins- und Ratenzahlung der ausländischen Staatsschulden (ca. 20 Millionen Zlotys);

b) ausländische Militäreinkäufe (ca. 40 Millionen Zlotys);

c) die durch Auslandsreisende ausgeführten Summen ca. 80 Millionen Zlotys).

Wie lässt es sich erklären, dass die Bank von Polen die Stabilität des Zlotykurses unter solchen Verhältnissen bis Ende Juli 1925 aufrecht erhalten konnte? Der Wechselkurs des Zloty wies bis dahin im Verhältnis zum Dollar keine Schwankungen auf, wie aus den wöchentlichen Durchschnittskursen des Dollars und des Schweizerfranken auf der Warschauer Börse zu ersehen ist:

	1 Dollar	1 Schweizerfranken
	5.18	1.00
28. IV. — 2. V. 1924	5.18 ½	0.92
30. VI. — 5. VII. 1924	5.18 ½	0.92
29. IX. — 4. X. 1924	5.18 ½	0.99
29. XII. 1924 — 3. I. 1925	5.18 ½	1.01
29. IV. — 2. V. 1925	5.18 ½	1.00

Diese Stabilität der Währung war nur möglich, weil der Bank von Polen Devisen aus folgenden aussergewöhnlichen Quellen zuströmten:

---

[1]) Für die Gestaltung des Wechselkurses ist die Tagesbilanz bestimmend d. h. das Verhältnis von Angebot und Nachfrage, das sich für Devisen und Valuten eines Landes auf dem Markte ergibt.

1. aus dem Verkauf der bolschewistischen Juwelen 29,9 Millionen Zlotys;
2. aus der italienischen Anleihe 62,3 Millionen Zlotys;
3. aus dem Verkauf der während der Inflationsperiode durch die Bevölkerung thesaurierten Devisen.

Diese Summen lassen sich ziffernmässig nicht erfassen, sie waren aber beträchtlich, da der Devisenvorrat der Bank von Polen trotz der stark passiven Handelsbilanz am 31. Dezember 1924 254,1 Millionen Zlotys betrug. Zu Beginn des Jahres 1925 besass die Bank von Polen einen Valuten- und Devisenvorrat von 254,1 Millionen Zlotys. In der ersten Jahreshälfte (vom 1. Januar bis zum 30. April 1925) belief sich der Import auf 1,047,5 Millionen Zlotys, der Export auf 630,1 Millionen Zlotys, die Valuten- und Devisennachfrage bei der Bank von Polen betrug also nach unserer Schätzung 417,4 Millionen Zlotys. Während dieser Zeit wurden 80 000 Auslandspässe ausgestellt. Wenn jeder nach dem Ausland Reisende nur für 1000 Zlotys Valuten[1]) kaufte, so hätte dies eine Nachfrage nach Valuten im Betrage von 80 Millionen Zlotys ergeben.

Der Devisenzufluss aus normalen Quellen, den Ueberweisungen polnischer Emigranten (ca. 60 Millionen Zlotys), den Devisenabgaben von Banken, einzelnen Industriezweigen (Zuckerindustrie) und Industrieunternehmungen und den Auslandskrediten, konnte die Bedürfnisse nicht decken. Zwar brachte die amerikanische Anleihe, deren Eingänge sich in dieser Periode auf ca. 130 Millionen Zlotys beliefen, eine gewisse Entlastung. Aber das Gleichgewicht liess sich nicht mehr herstellen; der Devisenvorrat der Bank von Polen schmolz auf 119,8 Millionen Zlotys am 30. Juni 1925 zusammen und der Zloty begann unaufhaltsam zu sinken. Die Bank von Polen entschloss sich erst Ende Juni 1925, nachdem sie aus ihren Beständen fast 250 Millionen abgegeben hatte, zu Abwehrmassnahmen. Sie beschränkte zunächst die Devisenabgabe [2]) Die Repartierung hatte nur das Ergebnis,

---

[1]) Die Zahl 1000 Zlotys ist in unserer Schätzung zu hoch gegriffen.

[2]) Kleiss gibt eine ungefähre Zusammenstellung der polnischen Zahlungsbilanz für die Zeit vom 1. Oktober 1924 bis 30. September 1925 und errechnet ein Defizit von 427 Millionen; das tatsächliche Defizit der Zahlungsbilanz würde per 1. Oktober rund 207 Millionen betragen, da in der Zeit vom 1. Oktober 1924 bis zum 30. September 1925 der Devisenab-

dass die von der zentralen Notenbank nicht befriedigte Devisennachfrage an die „schwarze Börse" abwanderte. Da auch hier das Angebot ungenügend war, wurde die Erschütterung des Kurses verstärkt. Weiterhin erhöhte die Bank von Polen die Diskontrate von 10 % auf 12 % [1]) und suchte durch eine starke Reduktion der Kredite an Industrie, Handel und insbesondere an die Landwirtschaft die Notenemission in dem Umfange einzuschränken, als der Devisenschatz abnahm. Der Notenumlauf ging infolgedessen bis zum 31. Juli auf rund 100 Millionen zurück. Der Rückgang des Geldumlaufes hätte noch wesentlich schärfere Formen angenommen, wenn die Bank von Polen nicht auf das hohe Deckungsverhältnis verzichtet hätte,[2]) auch durchkreuzte die Kleingeldinflationspolitik des Staates ihre Bestrebungen [3]). Eine Stabilierung der Währung konnte selbstredend auf diese Weise nicht erzielt werden. Interventionsversuche der Bank von Polen hatten nur geringen Erfolg, zehrten aber den letzten Rest des Devisen- und Valutenvorrates der Bank auf, so dass sich als ein Kuriosum am 31. Dezember 1925 ein Netto-Devisen- und Valutenvorrat von 2,8 Millionen ergab, während der Zloty, nach einem Tiefstand von weniger als 50 % seiner Parität Anfang Dezember, nun einen Kurs von 62 % aufwies. Die Devisenzuflüsse aus einer Stützungsanleihe in der Höhe von 10 Millionen Dollars, die durch die Federal Reserve Bank New-York gewährt und zum Ankauf von Gold zwecks Hinterlegung bei der Bank von England verwendet wurde, konnten den Status der Bank nicht wesentlich verbessern. Die allgemeine Kreditverknappung in Verbindung mit gesetzlichen Massnahmen, die auf eine Unterbindung der Devisenspekulation hinzielten, hemmte wohl die Kapitalflucht und zwang zur Abgabe

fluss rund 220 Millionen betrug; diese Schätzung weicht im wesentlichen nicht von der unsrigen ab, wenn man die verschiedenen Zeitpunkte berücksichtigt. Die Tilgung der kurzfristigen ausländischen Kredite hat natürlich die Abnahme des Devisenvorrats beschleunigt (vgl. Zweig I S. 30/33, Krzyzanowski S. 134), die von den Privatwirtschaften in Anspruch genommenen Auslandskredite sind statistisch gar nicht zu erfassen.

[1]) Bei einer solch grossen Diskrepanz zwischen dem Diskontosatz der Bank von Polen und dem Privatsatz (vgl. S. 92) — wie sie in Polen bestand — vermochte die Diskonterhöhung den Geldmarkt nicht zu beeinflussen.

[2]) Deckung des Gesamtgeldumlaufs am 31. XII. 1925, 9.9 %.

[3]) Bericht 1925 S. 18.

von gehamsterten Devisen. [1] Im grossen ganzen blieb jedoch die Verschärfung der Devisenvorschriften unwirksam.

Ein Teil der polnischen Presse führte die Währungskatastrophe auf politische und börsentechnische Momente zurück. Ihrer Meinung nach wurde durch gleichzeitig an mehreren Börsen einsetzende forcierte Blanco-Zlotyabgaben der Sturz verursacht. Zweifellos war die plötzliche Abstossung von grösseren Zlotymengen der äussere Anlass dieser Deroute, keineswegs aber ihre eigentliche ökonomische Ursache. Ein blosses Börsenmanöver kann unmöglich auf die Dauer eine gesunde Währung erschüttern. Auch Finanzminister Grabski glaubte nicht an eine planmässig vorbereitete Attacke der deutschen Finanzwelt auf den Zloty. Er erklärt die Tatsache, dass die ersten forcierten Zlotyangebote der Berliner Börse aus dem kurz vorher ausgebrochenen deutsch-polnischen Wirtschaftskrieg, da der polnische Export nach Deutschland aufhörte, wurden die bisher im deutsch-polnischen Warenverkehr benötigten Zlotyguthaben auf den Markt geworfen und drückten auf den Zlotykurs [2]) Der polnische Export nach Deutschland belief sich vor dem Zollkrieg monatlich auf etwa 55 Millionen Zloty, die plötzliche Unterbindung dieser Zahlungen fiel sehr stark ins Gewicht. Der Zollkrieg schädigte in erster Linie die oberschlesische Industrie und trug zur Verschärfung der oben geschilderten Krise in der Berg- und Hüttenindustrie bei. [3])

Die Getreideausfuhr, deren Ertrag ohnehin durch die niedrigen Weltmarktpreise beeinträchtigt wurde, ging ebenso, wie der Export zahlreicher Industrieprodukte zurück. Trotzdem gelang es, durch Zollerhöhungen und Einfuhrverbote die Einfuhr um mehr

[1]) Die radikale Verordnung vom 18. Dezember 1925 betrifft den inländischen Geschäftsverkehr mit ausländischen Valuten. Zu deren Ankauf und Verkauf sind lediglich die Bank von Polen und die Devisenbanken berechtigt.

[2]) Vgl. Berliner Tageblatt, Abendausgabe, 7. September 1925. Grabski über Polens Finanz- und Wirtschaftslage, Eine Unterredung mit Fritz Seifter.

[3]) In dem hier nur auszugsweise gedruckten Abschnitt 8 Kap. 1 unterzogen wir die deutsch-polnischen Wirtschaftsbeziehungen einer näheren Analyse und kamen zu dem Schluss: Beide Länder sind durch unzählige wirtschaftliche Fäden verbunden, und können im friedlichen Ausgleich ihrer beiderseitigen Interessen einen Ausweg aus dem wirtschaftlich und politisch widersinnigen Zollkrieg finden.

als 50 % zu senken und gleichzeitig die Ausfuhr derart zu steigern, dass die Handelsbilanz seit September einen Aktivsaldo ergab. Die Hebung des Exportes wurde durch folgende Momente ermöglicht. [1]) Die gute Ernte gestattete Polen, vom Import zum Export landwirtschaftlicher Produkte überzugehen; der rasche Kurssturz des Zloty wirkte als Ausfuhrprämie; schliesslich war die Industrie infolge der Verarmung gezwungen, ihre Warenvorräte unter den Gestehungskosten abzugeben. Nicht nur die Lodzer Textilindustrie, die ständig mit Zahlungsschwierigkeiten kämpfte, sondern auch reine Exportindustrien, wie die Zucker-, Naphta- und die Kohlenindustrie gingen in einem selbst für die Nachkriegszeit ungewöhnlichen Ausmasse zum Dumping. Die Exportpreise wurden auf 30 bis 35 Prozent der Inlandspreise gedrückt, um nur den Export forcieren zu können.

Die Aktivierung der Zahlungsbilanz allein vermag die Stabilität der Währung zu sichern. Die Massnahmen, die der Schaffung einer aktiven Zahlungsbilanz dienen können, sind von verschiedener Tragweite. Verhältnismässig am leichtesten lassen sich neue Verschuldungen an das Ausland verhüten. Viel schwieriger sind Valuteneingänge durch eine Exportsteigerung herbeizuführen. Seit September 1925 weist die Handelsbilanz einen Aktivsaldo auf; die Zahlungsbilanz dürfte per 1. März 1926 nach Roger Battaglias Schätzung, die allerdings keinen Anspruch auf Exaktheit erhebt, sogar ausgeglichen sein. [2]) Die Aktivität der polnischen Handelsbilanz ist ein Zeichen der wirtschaftlichen Verelendung des Landes und es erscheint fraglich, ob die Sicherung des Zlotykurses durch eine aktive Handelsbilanz, die auf dem Wege des Dumping erzielt wurde, auf die Dauer möglich ist

Gewiss ist die Stabilierung des Zloty nicht ausschliesslich eine Frage der aktiven Handelsbilanz, [3]) jedoch gestattet nur eine

---

[1]) Bericht der Bank von Polen 1925, S. 11.

[2]) Roger Battaglia »Prawda« 30. V. 1926: »Zahlungsbilanz und Exportvaluta«. Die Summe der Passivposten der Zahlungsbilanz für die Zeit von Mitte 1924 bis März 1926 berechnet Battaglia mit 180 Millionen Dollars; dieser Passivum wurde gedeckt durch: a) Devisen- und Valutenabnahme der Bank von Polen in der Höhe von 60 Millionen Dollars per saldo, b) 70 Millionen Aktivsaldo der Handelsbilanz von September 1925 bis März 1926, c) 50 Millionen Emigrantenüberweisungen uw.

[3]) Sowjet-Russland ist zwar ein Beispiel dafür, dass die Währung auf diesem Wege stabilisiert werden kann. Die Erhaltung seines Paritätskurses

aktive Kreditbilanz jene Freiheit der Währungspolitik, welche für die Entwicklung des polnischen Wirtschaftslebens unbedingt notwendig erscheint. Unter den heute gegebenen Verhältnissen kann die Bank von Polen kaum aus eigenen Mitteln den an sie gestellten Anforderungen gerecht werden. Der Generalrat der Bank von Polen beschloss am 18. Dezember 1925, die Heranziehung von ausländischem Kapital zur Vergrösserung der Emissionsgrundlagen der Bank [1]) zu erwägen; er sprach sich dahingehend aus, dass eine in letzter Zeit notwendige Vergrösserung des Aktienkapitals der Bank und vor allem die Heranziehung ausländischen Kapitals wünschenswert sei, um eine breitere und sichere Grundlage für die Tätigkeit der polnischen Emissions-

---

verdankt der Tscherwonetz brutaler Handelspolitik der Regierung, die den ganzen Aussenhandel in ihrer Hand konzentrierte und mit allen Mitteln auf die quantitative Ausgleichung der Einfuhr an die Ausfuhr hinarbeitet. Entscheidend beim Fehlen russischer Kapitalinvestionen im Ausland sowie (bisher) russischer Auslandsschulden ist die Aktivierung der Handelsbilanz, die seit Frühjahr 1923 erreicht werden konnte. Allerdings unter den grössten Opfern der Volkswirtschaft. Dank des Monopoles fiel es der Regierung technisch nicht allzu schwer, die als notwendig erkannte Aufgabe durchzuführen. Auf die Dauer aber liess sich obige Politik nicht durchführen, ohne die Volkswirtschaft schwer zu schädigen. Man hat sich deshalb Ende 1924 entschliessen müssen, den Grundsatz der aktiven Handelsbilanz aufzugeben und zu einer Erweiterung des Importplanes zu schreiten. (Vgl Seraphim-Währung, S. 22 ff, Seraphim-Handel, S. 208/210). Die russische Handelsbilanz weist in den Jahren 1921—1924 folgende Entwicklung auf:

— passiv, + aktiv

(Das russische Witschaftsjahr wird vom 1. Oktober gerechnet.)

1921/22 — 188,178 Tscherwonetz, infolge der Missernte.

1922/23 + 61,762 Millionen Tscherwonetz Rubel.

1923/24 + 89,000 Millionen Tscherwonetz Rubel.

(Vgl. für die Jahre 1921/23 — Der Aussenhandel der S. S. R. für das Jahr 1923 — offizielle Ausgabe des Volkskommissariats für den Aussenhandel, Moskau 1924, für 1923/24 Ekonomitscheskaja Zizn, Moskau Nr . 27, 3. Februar 1925.

Der von der polnischen Regierung eingeschlagene Weg zur Aktivierung der Handelsbilanz — Reglementierung des Aussenhandels — verfolgt trotz aller Unterschiede denselben Zweck. Jedoch hat die einseitige Ausserkraftsetzung der Handelsverträge Polen in Konflikt mit den benachbarten Vertragsstaaten (Tschechoslowakei, Oesterreich) gebracht und das Vertrauen des Auslandes zu seiner wirtschaftlichen Stabilität geschwächt.

[1]) Bericht 1925 S. 20.

bank zu gewinnen. Indes brachte die staatliche Finanzpolitik das zentrale Noteninstitut in eine immer schwierigere Lage, die gekennzeichnet wurde durch einen rapiden Goldausverkauf und den neu einsetzenden Sturz des Zlotykurses Mitte Februar 1926. Die rasche Abnahme des Goldvorrates begann schon im September 1925 mit der Ueberweisung von 52 Millionen Zlotys an die Bank von England als Sicherstellung für den seinerzeit gewährten 10 Millionen-Dollar-Unterstützungskredit; die noch unbelastete Golddeckung in der Höhe von 80 Millionen sank sodann im Dezember bis auf 71 Millionen. Nach dem Ausweis der Bank von Polen vom 20. Mai 1926 beträgt der reguläre Banknotenumlauf in Polen 380 Millionen, daneben zirkulieren 406,7 Millionen ungedeckte Schatzscheine des Staates. Die Golddeckung für alle in Zirkulation befindlichen Geldsorten beträgt, wenn man das in England verpfändete Gold (ungefähr 70 Millionen) bei der Berechnung der Deckungsgrundlage als Aktivum berücksichtigt, etwa 126 Millionen, also ungefähr 16 %. Unter diesen Umständen bleibt jeder Versuch, die Währung zu stabilisieren, illusorisch. An der letzten ausserordentlichen Generalversammlung der Aktionäre am 31. September 1926 wurde der Rat ermächtigt, das Grundkapital bis auf 150 Millionen zu erhöhen.

Dem polnischen Wirtschaftsleben wird, selbst nach Durchführung der beschlossenen Erhöhung des Grundkapitals der Bank von Polen um 50 Millionen Zloty, nicht viel geholfen. Denn die Metalldeckung würde nur 27 Millionen Dollars betragen, [1]) während sie bei einem normalen Geldumlauf Polens (2,5 Milliarden Zloty!) 200 Millionen Dollars betragen muss. Aber selbst die 10 Millionen Dollars zur Erhöhung des Grundkapitals der Bank von Polen können unmöglich dem geschwächten, inländischen Kapitalmarkte entzogen werden. Die Kemmerersche Finanzkommission ist der Meinung, dass «im Interesse der Sicherheit .... des Stabilierungsplanes ein ausländischer Kredit in der Höhe von 10 bis 15 Millionen Dollars [2]) erwünscht ist. Gewiss wird das erhöhte Grundkapital das Problem der Betriebskapitalien in Polen nicht lösen können; bei einem so kleinen Grundkapital kann das

[1]) Vgl. Rotenstreich, Die Befolgung der Kemmererschen Ratschläge ein Weg zum angelsächsischen Kapital. Aufsätze in Wiadomosci Codzienne" Lodz.

[2]) Vgl. Kemmerer S. 100.

Zentralnoteninstitut dem Wirtschaftsleben keine Kredite erteilen, wenn die Währung in ihrem Werte erhalten werden soll. [1]) Das erhöhte Grundkapital der Bank von Polen wird den polnischen Produktionsapparat nicht erweitern, die Arbeitsstätten nicht modernisieren, die Baubewegung nicht beleben, aber es ist zu hoffen, dass nachdem Polen eine Sanierungsanleihe bekommt, das ausländische Kapital dem polnischen Wirtschaftsleben zufliessen wird.

Der finanzielle Wiederaufbau Polens kann ohne eine grosse internationale Anleihe zu angemessenen Bedingungen nicht in Angriff genommen werden. Gegner einer Auslandsanleihe wenden ein: [2]) Solange die in Gestalt der Auslandskredite neu zugeführten Betriebsmittel nicht in entsprechendem Umfange zur Vermehrung der Gütererzeugung verwendet werden können, wird eine gewisse inflatorische Wirkung nicht ausbleiben. Der Geldumlauf wächst dann schneller als die Gütererzeugung und muss eine allgemeine Preissteigerung hervorrufen. Diese Argumentation hat nur bedingt Geltung. Letzten Endes ist jeder ausländische Kredit — Warenkredit, der in seiner normalen Auswirkung zunächst zu einem Importüberschuss führt, worauf Passivum der Handelsbilanz, Preissenkung, Exportsteigerung, Exportüberschuss und Verzinsung und Tilgung des Auslandskredits durch eben diesen Ueberschuss folgen. Es lässt sich leicht feststellen, ob der Auslandskredit den angestrebten Zwecken dient. Steigt beispielsweise der Import, ohne dass gleichzeitig eine Preissenkung eintritt, so hat sich die Exportkonjunktur des Schuldnerlandes nicht gebessert. Nur wenn der Devisenzufuhr kein Exportüberschuss folgt, besteht die Gefahr einer inflatorischen Steigerung des Zahlungsmittelumlaufs.

Die Dauer des Kredites [3]) ist für die Art seiner Verwendung massgebend. Während kurzfristige Kredite lediglich dem Handel und der Veredelungsindustrie zu Gute kommen, die marktreife Waren liefern können, dürfen mehrjährige Kredite in stehendes Kapital umgewandelt werden, wenn durch den Bau von Fabriken usw., Kauf von Maschinen, Einrichtung von Kraftwerken, Boden-

---

[1] Ein Gold- und Valutenvorrat in der Höhe von 500—600 Millionen Zlotys genügt — nach Balukiewicz und Piekalkiewicz (vgl.) Balukiewicz. S. 99) — zur Stabilhaltung der polnischen Währung.

[2]) Solmsen 1925; Mynarski 1925, S. 86.

[3]) Meyer, Bank-Archiv v. 15. 11 1925

meliorationen usw. das Unternehmen des Kreditempfängers und dadurch direkt oder indirekt die Volkswirtschaft eine solche Förderung erfährt, dass sie bei Fälligkeit die benötigten Devisenbeträge ohne weiteres bereit stellen kann. Im Hinblick auf die valutarische Lange sind die zu angemessenen Zins- und Amortisationsbedingungen gewährten Auslandskredite unbedenklich. Deutschland erhielt nach Annahme des Dawesplanes im Laufe der letzten 20 Monate amerikanische Kredite in der Höhe von 3½ Milliarden Goldmark. Diese Kredite haben den Wiederaufbau der deutschen Wirtschaft ermöglicht. Heute besitzt Deutschland nicht nur dank der aktiven Kreditbilanz eine aktive Zahlungsbilanz, sondern auch eine aktive Handelsbilanz. Und mit Recht behauptet das „Vierteljahresheft zur Konjunkturforschung", dass seit der Markstabilierung infolge des Zuflusses ausländischer Kredite in Deutschland ein normaler Rhytmus in der Konjunktur zu beobachten ist. Die Dawes-Anleihe war für die Weiterentwicklung der gesamten deutschen Wirtschaft von Bedeutung, Deutschland wurde wieder kreditwürdig. Der Zustrom ausländischen Kapitals bewirkte eine Entspannung des Geld- und Kapitalmarktes und brachte auch eine Entlastung des Devisenmarktes; seit dem 1. Juli 1924 wird die Nachfrage nach Devisen uneingeschränkt befriedigt.[1])

Zweifellos wird eine äussere Anleihe Polens Kreditverhältnisse günstig beeinflussen und zu einem Abbau der Wucherzinsen von 48 bis 80 % führen, die selbst angesehene Häuser für Privatdarlehen bezahlen müssen. Das ausländische Kapital wird nur durch besondere Verdienstchancen nach Polen gezogen werden. Darum ist eine durchgreifende Aenderung der bisherigen Finanz-

[1]) Die Auslandskredite, auf deren Einströmen die Geld- und Kapitalphlethora in Deutschland vornehmlich zurückgeführt wurde, haben bereits im Jahre 1926 nicht mehr die überragende Rolle gespielt wie im Jahre 1925, denn die deutsche Wirtschaft hat in 1926 schon doppelt soviel Kapitalien auf dem inländischen Markte aufgenommen wie auf dem ausländischen. Trotz der Verlangsamung der Auslandszuflüsse und trotz Belebung der Konjunktur hat der Kapitalmarkt noch nichts von seiner Leichtigkeit eingebüsst. Die Folge davon war ein unerwartet schnelles und starkes Absinken der Zinssätze. Der Reichsbankdiskont, der gegen Ende 1925 noch auf 10 % festgehalten wurde, ist inzwischen allmählich auf 5 % gesenkt und damit auf einen Stand gebracht worden, der, auch an Vorkriegsverhältnissen gemessen, fast wieder normal zu sein scheint. Der Zinsfuss für festverzinsliche Anleihen unterlag gleichfalls einem schnellen Abbau.

politik nötig. Notwendig wäre in erster Linie eine gründliche Reform des Steuersystems in der Richtung, dass die schwere Steuerlast, die vor allem auf der Stadtbevölkerung lastet, zum Teil auf den fast steuerlosen ländlichen Grundbesitz überwälzt wird.

Der ausländische Kapitalist muss Vertrauen zur Kontinuität der polnischen Gesetzgebung haben, er muss sicher sein, dass unzweckmässig hohe Steuern nicht eingeführt werden.

Das Zentralproblem der Sanierung bleibt nach wie vor die Ausbalancierung des Staatshaushalts. Die Sanierung der Staatswirtschaft durch Aufstellung eines realen, der Leistungsfähigkeit des Landes entsprechenden Budgets von höchstens 800—900 Millionen Zlotys bildet nach dem Urteil aller bisher nach Polen berufenen Finanzsachverständigen, von Hilton Young bis zu Kemmerer, die unumgängliche Voraussetzung für die Erlangung einer Auslandsanleihe unter erträglichen Bedingungen. Polen ist auf Auslandskredite angewiesen, wegen: 1. der geringen Devisen- Valuten- und Goldvorräte der Bank von Polen; 2. des kleinen Umsatzkapitals, das kaum einem Drittel desjenigen der Vorkriegszeit und einem Drittel des jährlichen Budgets gleicht; 3. Mangel an Ersparnissen und einem langfristigen Kredit. Gleichzeitig müsste die Aussenhandelspolitik einer Revision unterzogen werden; das Kontingentierungssystem hat die Handelsbeziehung Polens mit den Nachbarstaaten schwer beeinträchtigt. In dem Handelsvertrag mit Deutschland will Polen auf das Kontingentierungssystem verzichten. Dadurch würde die Grundlage für einen normalen Warenaustausch auch mit anderen Staaten geschaffen.

Zur Zeit, da diese Arbeit gedruckt wird (Ende Dezember 1926) ist eine Besserung des polnischen Zloty sowohl auf den Auslandsplätzen als auch im Inlande zu verzeichnen. In verhältnismässig kurzer Zeit ist der Dollar in Polen von 10½ auf 9 gefallen. Die Gründe für die rapide Besserung des Zlotykurses sind vor allem in der günstigen Handelsbilanz zu suchen; sie ist seit Monaten aktiv und weist vom 1. November 1925 bis zum 31. August 1926 einen Ueberschuss von 504 Millionen auf. Die Aktivität ist vornehmlich durch die infolge des englischen Streikes geschaffene Hochkonjunktur der ostoberschlesischen Kohlenindustrie bedingt. Die Besserung der Handelsbilanz beruht so-

weit sie mit dem Kohlenexport im Zusammenhang steht, auf einer zufälligen Konjunktur. [1])

Die Aktivität der polnischen Handelsbilanz ist aber fast ausschliesslich Folge der Importeinschränkung, die durch die Verarmung des Landes und durch den Zlotysturz bedingt wurde; einen weiteren wichtigen Faktor der Handelsbilanzaktivität bildete die gute Ernte des Jahres 1925 und endlich hatte auch die Wirtschaftskrise eine Importverringerung der Rohstoffe und Industrieprodukte zu Folge. Der vom Export herrührende Devisenzufluss stärkte die Metallreserven der Bank von Polen und sättigte den Privatmarkt. Das Interesse für Auslandsvaluten sank und die thesaurierten Devisen begannen dem Zentralinstitut wieder zuzufliessen. Diese Besserung der Wirtschaftslage bringen auch die Ausweise der Bank von Polen zum Ausdruck:

	in Millionen Zloty			
1926	Noten der Bank von Polen	Wechselportefeuille u. Darlehen	Metalldeckung Gold u. Devisen	Deckungsprozentsatz der Noten
30. IV.	329.9	332.8	124.1	33.27 %
31. V.	413.0	332.8	126.6	32.25 %
30. VI.	448.0	331.2	144.3	33.72 %
31. VII.	511.2	377.6	179.2	36.19 %
31. VIII.	560.2	333.8	220.6	40.37 %

Es wäre aber falsch, aus der Steigerung des Geldumlaufs innerhalb der 4 Monate um 168 Millionen bei einer gleichzeitigen Steigerung des Wechselportefeuilles um 1 Million den Schluss zu ziehen, der polnische Geldmarkt sei mit Betriebskapital gesättigt. Das stationäre Wechselportefeuille der Bank von Polen bei gestiegenem Geldumlauf beweist, dass die Grundlage der polnischen Produktion verringert wurde. Die Produktion ist unrentabel, da ihr die zur Rationalisierung des Wirtschaftslebens nötigen Kapitalien fehlen. Der gesamte Geldumlauf (also das Staatsgeld inbegriffen) betrug am 31. August 1.007,3 Millionen Zloty. Diese Steigerung des Geldumlaufs wirkte auf den Geldmarkt entspannend; die Einlagen stiegen in den Banken und Sparkassen, das

---

[1]) **1926 Kohlenexport in Tonnen.** Januar 668.900, Februar 583.969, März 608.902, April 673.100, Mai 704.393, Juni 1.395.034, Juli 1.835.000, August 2.130.000. Um den Export auch nach Beendigung des englischen Streikes aufrecht zu erhalten, finden gegenwärtig Verhandlungen zwischen Polen und verschiedenen Ländern statt.

Geld wurde billiger. Die Bank von Polen setzte seit dem 7. Juli den Diskontsatz auf 10 % herab. Auch die Staatsbanken ermässigten den Zinsfuss und für die Privatbanken wurde der Maximalzinsfuss von 24 % auf 20 % p. a. gesenkt. Fügen wir hinzu, dass das Budget sich dem Gleichgewicht nähert, dass ferner in der Industrie nach einer langen Depressionsperiode eine Belebung zu beobachten, dass die Arbeitslosenziffer in ständiger Abnahme begriffen ist (359.000 im Januar, 245.000 im September), dass die Bank von Polen die entlehnte Summe in der Höhe von 10 Millionen Dollars der Federal Reserve Bank zurückgezahlt hat und dass die Deckung der Noten der Bank von Polen von 34 % Ende 1925 auf 39 % Ende August stieg, dass endlich der Kurs Polens öffentlicher Werte steigt, so wird das Bild der Besserung der Wirtschaftslage augenscheinlich. Die oben geschilderte Besserung berechtigt aber noch keineswegs zum Optimismus.

Es bleibt abzuwarten, auf welchem Niveau sich die polnische Währung stabilieren wird. Ist eine Rückkehr des Zloty zur Goldparität geboten, oder soll eine Devalvierung der Zlotywährung d. h. Feststellung einer neuen Goldparität(„Wirtschaftsparität"), die dem stabilierten Wert der Papierwährung entspricht, vorgenommen werden? Diese Fragen können nur im Zusammenhang mit der Preispolitik betrachtet werden. [1]) Die Kaufkraft des Zloty stieg im Vergleich zum Paritätszloty beträchtlich, da bei einer Steigerung des Dollarkurses um ca. 100 % die Preise der zum Leben notwendigen Artikel höchstens um 30 % gestiegen sind. Diese Diskrepanz zwischen dem Aussen- und Binnenwert des Geldes steigerte die polnische Exportfähigkeit. Es stellte sich seit Oktober 1925 eine aktive Handelsbilanz ein, welche die wichtigste Grundlage der Zlotystabilität bildet. Es ist aber zweifelhaft, ob einer weiteren künstlichen Senkung des Dollarkurses ein Preissturz folgen wird. [2]) Somit würde ein weiteres Ansteigen des Zlotykurses die Konkurrenzfähigkeit der polnischen Industrie beeinträchtigen, die gegenwärtig nur infolge der durch den niedrigen Währungsstand bedingten Exportprämie auf den Auslandsmärkten preisdrückend konkurieren kann. Durch soviele wirtschaftliche Erschütterungen geschwächt, darf sich Polen weiteren Krisengefahren, die mit einer strengen Durchführung der

[1]) Vgl. Abschnitt 3,

[2]) S. Szeps, N. Z. Z. 1. IX. 1926.

Deflationspolitik verbunden sind, nicht aussetzen. Eine dauernde Preissenkung kann nur durch Rationalisierung des Wirtschaftslebens bei einer entsprechenden Kredit-, Steuer-, Tarif- und Zollpolitik erreicht werden. Unseres Erachtens kommt allein eine Devalvation des Zloty bei einem der Wirtschaftsparität entsprechenden Kurs in Betracht. Die Kemmerersche Kommission schlägt vor, [1]) den Goldwert des neuen Zloty auf 16.7177 Centigramm reines Goldes festzusetzen, was 1/9 des Goldgehaltes des Dollars der Vereinigten Staaten entspricht. Die Wahl obiger Einheit würde folgende Vorteile aufweisen:

1. stellt die vorgeschlagene Einheit den Goldwert des jetzigen Papierzloty, ausgedrückt in den laufenden Börsenkursen;

2. die Vorstellung über den Zlotywert wird mit dem Dollarwert verbunden und Polens Bevölkerung ist an den Dollar mehr als an andere Valuten gewöhnt.

Gegen den Kurs 9 Zloty für einen Dollar spricht der Umstand, dass dieser Aussenwert des Zloty geringer ist als sein Binnenwert. Eine Währungsexpansion mit der Begleiterscheinung der Preis- und Lohnsteigerung wäre mithin nötig, um die Stabilierung zum Kurse 9 Zloty = 1 Dollar zu ermöglichen. Jedoch wird die Preis- und Lohnsteigerung — meint Kemmerer — «die Währungsreform leichter gestalten, da sie Binnenwirtschaft und Aussenhandel fördern wird und das Vertrauen in einem Zeitpunkt wecken, in welchem es sehr notwendig ist». Natürlich wird die stabilierte Währung eine Goldkernwährung sein, denn Polen kann sich den Luxus einer Goldumlaufwährung nicht leisten. Zum Zwecke der Wiederherstellung des Vertrauens in die Währung und Finanzen soll die Bank von Polen die Barzahlungen wieder aufnehmen, entspricht doch die Einlösbarkeit in Gold einer starken Finanzpolitik. [2]) Die dringendsten Aufgaben, welche nunmehr gleichzeitig gelöst werden müssen sind: Währungsstabilität und Budgetequilibrierung. Eine der grössten Gefahren für die Stabilierung der polnischen Währung — der Umlauf der Hartgeldnoten — scheint gebannt zu sein. Im polnischen Ministerrat wurde beschlossen, die Kleingeldscheine einzuziehen und durch Staatsnoten in Abschnitten von 5 und 25 Zloty zu ersetzen. Die Staatsnoten werden bis zu Beträgen von 1000 Zloty rechtskräftige

[1]) Vgl. Kemmerer S. 82/85.

[2]) Vgl. Kemmerer S. 104.

Zahlungsmittel sein. Bei Zahlungen an den Staat können sie sogar in unbeschränkter Höhe gegeben werden. Vom 1. Januar 1927 an soll die Summe dieser Staatsnoten derart vermindert werden, dass ihr Umlauf am 1. Januar 1937 nicht mehr als 12 Zloty auf den Kopf der Bevölkerung beträgt. Dieser Aufkauf soll mit den aus der Zuckersteuer [1]) gewonnenen Einkünften erfolgen. Auf diese Weise gedenkt die Regierung zurückzukehren zum Gesetz vom Jahre 1924. Eine Stabilierung der Währung auf einer Dollarparität von ungefähr 9 dürfte den gegenwärtigen Deckungsunterlagen der Währung einigermassen entsprechen. Je stärker die Stabilierungsgrundlagen sich erweisen werden (Auslandsanleihe), desto rascher wird eine Preissenkung auch ohne Rückkehr zur Goldparität eintreten. Die Rückkehr zur Goldparität ist lediglich eine Prestigefrage, welche erst nach einer durchgreifenden Konsolidierung der wirtschaftlichen Verhältnisse diskutiert werden kann. Nur ausländischer Kredit vermag die geschwächte Kaufkraft der Bevölkerung zu heben und eine aktive — wenn auch geborgt aktive — Zahlungsbilanz herbeizuführen. Aber letzten Endes ist das Volk allein dazu berufen, neue Werte zu schaffen. «Es wird eine Zeit kommen, [2]) in der das Volk Polens auf die Zähne beissen und arbeiten muss. Es steht ihm eine lange und schwere, viele Opfer verlangende Arbeit bevor, jeder aber, der die Geschichte des Landes kennt, der den polnischen Bauer an der Arbeit sah, kann nicht an der Fähigkeit und am Willen des Volkes zu schwerer Arbeit und Opfern zum Wohle Polens zweifeln.»

[1]) Der Kemmersche Bericht sah andere Quellen zur Zurückziehung der Hartgeldnoten vor, nämlich einen Teil der durch die Bank von Polen ausgewiesenen Gewinne und den Gewinn aus der Prägung von Silber-, Nickel- und Bronzemünzen. (Vgl. Kemmerer S. 91/92).

[2]) Kemmerer in seiner Abschiedsrede.

Anhang I

Darstellung (in Millionen Mark) der Bilanzen der P. K. K. P.

	1918	1919	1920	1921	1922	1923
AKTIVA						
1. Metallreserve . . . . . . Ende						
a) Gold	—	33.3	50.0	68.8	86.4	75.9
b) Silber und Scheidemünzen	—	6.9	12.4	24,9	41.0	55.0
2. Andere Reservearten oder Kassenbestand	—	26.4	37.6	43.9	45.4	20.9
3. Verfügbarkeiten und Guthaben im Ausland	7.7	169.8	403.7	3 963.3	7 169,8	4 713 437.3
a) Golddepots	784,5	2 459.6	3 956.4	24 088.5	98 086.7	57 499 780.0
b) Guthaben in Banken und Kredite	—	—	—	—	—	—
4. Kommerzielle Wechsel	784.5	2 459.6	3 956.4	24 088.5	98 086.7	57 499 780,0
a) Auf das Inland	6.4	4 1	609.7	15 324.4	133 400,8	20 588 037.9
b) Auf das Ausland	—	—	—	—	—	—
5. Werte und Plazierungen	0.2	1.1	4.9	24.9	5 918.7	1 534 220.7
a) Staatspapiere	0.2	1.1	4.9	24.9	5 918,7	1 534 220,7
b) Andere	—	—	—	—	—	—
6. Darlehen und Vorschüsse	301.8	7 231.7	64 924.7	249 549.0	749 957.4	145 750 582.5
a) An den Staat	287.5	7 087.0	61 350.3	230 249.0	702 053.3	117 685 185,6
b) Auf Staatspapiere	7.0	58.4	2 643 6	12 741.3	25 951.5	15 140 395.9
c) Andere	3.7	86.3	930.8	6 558.7	21 952.6	12 925 001.0
7. Verschiedene (einschl. die Werte der Immobilien usw.)	40.2	498.5	6 560.4	6 757.1	34 124.7	3 980 627.6
8. Gesamtheit der Aktiven	1 140 8	10 398.1	76 509.8	299 776.0	1 028 744.5	234 066 761.9
PASSIVA						
9. Kapital	—	—	—	—	—	—
10. Reservefonds etc.	13 3	1 315.4	2 982.0	15 248.6	36 332.0	17 414 454.9
11. Gewinn-, Verlust- und Dividendenkonto etc	6,1	—	3 298,7	2 964.3	19 015.8	6 031 371.7
12. Notenumlauf	1 024.3	5 316.3	49 361 5	229 537.6	793 437.5	126 371 958.4
13. Anweisungen, Schecks etc in Umlauf	—	146.4	233.2	597,9	15 090.6	9 928 220.7
14. Laufende Konti	88.1	2 907.1	15 153 2	48 416.1	142 035.8	74 733 014.3
a) Des Staats	—	—	—	29 440.1	11 869.2	—
b) Anderer	—	—	—	18 976.0	130 166.6	—
15. Andere Depotskonti	0.6	145.1	228.5	68.8	178.2	24 063.4
a) Des Staates	—	145 1	228.5	68 8	178 2	24 063.4
b) Anderer	0.6	—	—	—	—	—
16. Verschiedene (einschl. Pensionsfonds etc.)	8,4	567.8	5 252.7	2 942.7	22 654 6	563 678.5
17. Gesamtheit der Passiven	1 140,8	10 398.1	76 509,8	299 776.0	1 028 744,5	234 066 761.9

Schlussbilanz der Bank von Polen am 31. Dezember 1924.

AKTIVA

	Zl. Gr.
1. Gold in Barren und Münzen	103 362 870.34
2. Valuten, Devisen und andere auswärtige Guthaben	269 045 551.27
3. Silber- und Scheidemünzen	27 543 698.—
4. Wechselportefeuille	256 954 853.22
5. Fundierte-Anleihen	23 897 765.75
6. Diskontierte kurzfristige Wert-Papiere	8 077 500.—
7. Zinsfreie Staatskredite	20 770 969.93
8. Immobilien	29 937 333.70
9. Mobilien	1 000 000.—
10. Wertpapiere des Pensionsfonds	1 189 045.13
11. Vorübergehende Summen (Abrechnungen mit den Abteilungen)	4 189 856.89
12. Andere Rechungen	5 280 657.29
	751 250 101.52

PASSIVA

	Zl. Gr.
1. Aktienkapital	100 000 000.—
2. Notenumlauf	550 873 960.—
3. Fällige Verpflichtungen	69 283 057.03
4. Verbindlichkeiten in ausländischen Währungen	14 963 807.44
5. Pensionsfonds	1 199 221.32
6. Zinsendienst	2 959 957.71
7. Reingewinn zur Verteilung gemäss Art. 75 der Statuten	11 970 098.02
	751 250 101.52

Schlussbilanz der Bank von Polen am 31. Dezember 1925.

AKTIVA

	Zl. Gr.
1. Gold in Barren und Münzen im Staatsschatz	78 728 536.82
im Auslande	54 912 948.87
	133 641 485.69
2. Valuten, Devisen und andere ausländische Guthaben	69 703 635.95
3. Wechselportefeuille	289 385 841.80
4. Fundierte Anleihen	36 230 895.—
5. Report-Anzahlungen	36 793 923.02
6. Diskontierte Schatzbons	18 280 025.—
7. Zinsfreie Staatskredite	50 000 000.—
8. Immobilien	31 346 618.53
9. Mobilien	1 927 264.17
10. Wertpapiere des Reservefonds	1 340 474.29
11. Wertpapiere des Pensionsfonds	8 154 833.92
12. Abrechnungen mit den Abteilungen und Vertretungen	4 067 108.16
13. Verschiedene Rechnungen	3 105 974.—
	683 978 079.53

PASSIVA

	Zl. Gr.
1. Aktienkapital	100 000 000.—
2. Reservefonds	1 340 477.36
3. Notenumlauf	381 424 660.—
4. Girorechnungen und andere Verpflichtungen	100 953 955.59
5. Verbindlichkeiten in ausländischen Währungen	35 705 200.82
6. Reportverpflichtungen	36 821 757.33
7. Pensionsfonds	8 166 124.35
8. Zinsendienst	3 838 766.85
9. Reingewinn zur Verteilung gemäss Art. 75 der Statuten	15 727 137.23
	683 978 079.53

Quellen- und Literaturnachweis.

(Die nachstehend angeführten Publikationen werden im Texte mit den nach dem Titel in Klammern angegebenen Abreviaturen zitiert, z B. Krzyzanowski 1926 = Krzyzanowski, Pauperyzacja Polski Wspolczesnej.)

Arzet, Robert, Die internationale Bedeutung der Rückkehr Englands zur Goldwährung, im : Weltwirtschaftlichen Archiv, 22. Band, Juli 1925 (Arzet).

Banque pour le Commerce et l'industrie à Varsovie. La Pologne moderne, économique et financière. 1922.

Bauer, Martha Stephanie, Zwei wichtige Beiträge zur Geldtheorie unserer Tage, in : Zeitschrift für Volkswirtschaft und Sozialpolitik, 1925, V. Band (Bauer).

Baumgartner, W., Le Rentenmark, 1925 (Baumgartner).

Bellerby, J. R., Monetary Stability, 1925 (Bellerby).

Bendixen, Fr., Währungspolitik und Geldtheorie. 1916 (Bendixen).

Bielschowski, Frieda, Die Textilindustrie des Lodzer Rayons, Berliner philos. Diss. 1911.

von Bortkiewicz, L., Die Ursachen einer potenzierten Wirkung des vermehrten Geldumlaufs auf das Preisniveau. Schriften des Vereins für Sozialpolitik Bd. 170 1924 (Bortkiewicz).

Brown, Harry, G., International Trade and Exchange. 1914 (Brown).

Brij, Narain, Exchange and Princes in India 1873—1924, Weltwirtschaftliches Archiv 1926.

Buetz, G., Polens Finanzwesen. Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, November 1921 (Buetz).

Cassel, Gustav, Das Geldproblem der Welt. 1921. (Cassel 1921).

— Theoretische Sozialökonomie. 1923. (Cassel 1923).

— Stabilisierungsproblemet eller vägen till ett fast pennigsväsen. (Das Stabilisierungsproblem oder der Weg zu einer festen Währung. 1924. (Cassel 1924).

Dalberg, Diskontpolitik und Kreditregulierung. Zugleich eine Untersuchung zur Höhe des Reichsbankdiskontsatzes. Bank-Archiv 15. XI. 1925 (Dalberg).

Daszynska-Golinska, Zofja, Die wirtschaftliche und politische Lage Polens bei Ausbruch des Krieges, im : Archiv für Sozialwissenschaft, Band 40, 1915. (Daszynska).

Dalski, Zbigniew, Wplyw losow waluty polskiej na zycie gospodarcze Zach. Polski. (Der Einfluss der Geschicke der polnischen Währung auf das Wirtschaftsleben Westpolens). 1922. (Dalski).

Elster, Karl, Seele des Geldes. 1923. (Elster).

Encyclopédie Polonaise, La vie économique de la Pologne. Vol. III 1919.

Eucken, Walther, Kritische Betrachtungen zum deutschen Geldproblem. 1923. (Eucken).

Eulenburg, Franz, Inflation. Archiv für Sozw. und Sozp. 1918/19. (Eulenburg).

Fabierkiewicz, La réforme monétaire et la crise économique en Pologne, in : Revue Economique Internationale Vol. IV, n° 1. (Fabierkiewicz).

Fajans, W., Das Finanz- und Bankwesen Polens, in : Manchester Guardian Commercial. 1922. (Wiederaufbau in Europa (Fajans).

Fisher, Irving, Die Kaufkraft des Geldes. Deutsche Uebersetzung. 1916. (Fisher).

Gaertner, Friedrich, Vom Gelde und Geldentwertung. 1922. (Gaertner).

Gesell Silvio, Freiwirtschaftliche Zeitung. Erste Mainummer 1925. (Gesell).

Grabski, W., Rownowaga budzetowa w swietle sytuacji gospodarczej (Das Budgetgleichgewicht im Lichte der Wirtschaftslage) Exposé 1924 (Grabski, Budget 1924).

Hantos, Elemér, Das Geldproblem in Mitteleuropa. 1925. (Hantos).

Hahn, A., Goldvorteil und Goldvorurteil. Eine währungspolitische Studie. 1924. (Hahn 1924).
— Kredit. Art. im Hdw. d. Stw. 4. Aufl. (Hahn Hdw. d. Stw.)
— Die konjunkturlose Wirtschaft, im : Wirtschaftsdienst, Nr. 16 vom 17. April 1925. (Hahn 1925).

Hawtrey, Konjunkturzyklus und Kreditpolitik in : Die Zukunft der Arbeit, 4. Bd., Heft 1, 1926 (Hawtrey-Konjunktur).
— Währung und Kredit. Deutsch von Ludwig Oppenheimer 1926

Herzfelder, Edmund, Die volkswirtschaftliche Bilanz und eine neue Theorie der Wechselkurse. 1919. (Herzfelder).

Hirsch, Julius, Die deutsche Währungsfrage. Kieler Vorträge 1924 (Hirsch).

Hirsch, Julius, Das amerikanische Wirtschaftswunder 1926 (Hirsch 1926).

Jöhr, Adolf, Die Zukunft der Valuten. 1922.

Just, Robert, Die Geldinflation mit besonderer Berücksichtigung der Geldpolitik der Schweiz während des Weltkrieges. 1921. (Just)

Kellenberger, Eduard, Richtlinien für eine schweizerische Währungsreform, in : Zeitschrift für schweiz. Statistik und Volkswirtschaft, 53. Jahrgang, 1917. (Kellenberger 1917).
— Wechselkurs und Zahlungsbilanz im Krieg und Frieden. 1919. (Kellenberger 1919).

E. W. Kemmerer, unter Vorsitz von, Berichte und Vorschläge der Kommission der Finanzberater, (polnisch), Bd. III, Währung und Kredit (Kemmerer).
— Modern Currency Reforms. A history and discussion of recent currency reforms in India, Porto Rico, Philippine, Islands, Straits Settlements and Mexico, 1916.

Kempner, St. A., Dzieje gospodarcze Polski porozbiorowej w zarysie. (Polens Wirtschaftsgeschichte nach der Teilung.) Sammelwerk unter Redaktion von Kempner. Band I, 1920.

Keynes, J. M., Ein Traktat über Währungsreform. Deutsche Uebersetzung 1924. (Keynes).

Klein, Franz und von Mises, Ludwig. Die geldtheoretische und geldrechtliche Seite des Stabilisierungsproblems. Schriften des Ver. f. Sozp. Band 164. (Klein und Mises).

Kleiss, Heinz, Die Sanierung Polens und ihre Voraussetzungen 1925 (Kleiss).

Knapp, G. F., Staatliche Theorie des Geldes. 3. Aufl. 1921.
— Erläuterungen zur Staatlichen Theorie des Geldes, Schmollers Jahrbuch, 30. Band, Heft 4. (Knapp II).

König, Heinrich, Die Befestigung der Kaufkraft des Geldes. Eine Kritik der Vorschläge Irving Fischers. 1922. (König).

Koranyi, Karl, Die Erfolge der zentralen Devisenbewirtschaftung, in : Zeitschr. f. Volksw. u. Sozp. 1925. V. Band. (Koranyi).

Kovacs Leopold, Die Unabhängigkeit des Banknotenumlaufs vom Golde. 1916. (Kovacs).

Krzemicki, St., Die wirtschaftlichen Verhältnisse Polens, in : Jahrb. f. Nationalökonomie und Statistik, Band 119, 1922 (Krzemicki).

Krzyzanowski, Adam, Prawa Panstwa Polskiego. (Gesetze des polnischen Staates, Heft IX, Valuta und Kredit.) 1921. (Krzyzanowski 1921).
— The Currency Reform in Poland, in : Economica Nr. 12, November 1924. (Krzyzanowski 1924).
— Pauperyzacja Polski Wspolczesnej. (Die Pauperisation des gegenwärtigen Polens) 1926. (Krzyzanowski 1926).
— Druga inflacja polska (Zweite polnische Inflation) im „Ruch Prawniczyi Socjologiczny" 1926 (Krzyanowski-Ruch).

Kulikowski, Jozef, Kredyt w Polsce w dobie inflacji. (Der Kredit in Polen in der Inflationsperiode.) Posener ökonomische Arbeiten unter Redaktion von Taylor Band I, 1923.

Kurnatowski, La réforme, monétaire en Pologne jusqu'au mois de mars 1924.

Landmann, Julius, System der Diskontpolitik. 1900. (Landmann 1900).

— Das schweizerische Bankgesetz. Untersuchungen zur Geschichte und Kritik der schweizerischen Notenbankgesetzgebung, insbesondere des Bundesgesetzes vom 6. Oktober 1905. (Landmann 1905).

— Zur Abänderung des Deutschen Bankgesetzes (Sonderabdruck aus dem Bank-Archiv) 1909. (Landmann 1909).

— Geschichte, Theorie und Organisation des Bankwesens. Kolleg Winter-Semester 1924/25. (Landmann 1924/25).

— Theorie des Geldes. Kolleg Sommer-Semester 1925. (Landmann 1925).

Lehnich, Oswald, Währung und Wirtschaft in Polen, Litauen, Lettland und Esthland. 1923. (Lehnich).

Lewinski, Jan Stanislaw, Deflation, Devalvation und Stabilisierung, im: Weltwirtschaftliches Archiv, Jahrg. 1923. (Lewinski 1923).

— Polens Handelsbilanz, Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, 1927. (Lewinski 1917).

Lexis, Wilhelm, Papiergeld. Art. im Hdw. d. Stw. 3. Auflage. (Lexis).

Lotz, Walther, Diskonto und Diskontpolitik. Hdw. d. Stw. 3. Auflage (Lotz).

Lulek, Glowne zagadnienia polilyki handlowej w Polsce. 1922. (Die Hauptprobleme der Handelspolitik in Polen.) (Lulek).

Luxemburg, Rosa, Die industrielle Entwicklung Polens. Zürcher Diss. 1898.

Machlup, Fritz, Die Goldkernwährung. 1925. (Machlup).

Mildschuh, Wilibald, Kreditinflation und Geldtheorie. Archiv f. Sozw. und Sozp. Band 51 (Mildschuh).

von Mises, Ludwig, Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel. 2. Auflage, 1924. (v. Mises).

— Verhandlungen des Vereins für Sozialpolitik. 1924 (v. Mises).

Mlynarski, Feliks, Kryzys i feorma walutowa. (Die Krise und die Währungsform) 1925 (Mlynarski Krise).

— The Genoa Resolutions and the Currency Reform in Poland, 1925 (Mlynarski Genua).

Nowak, La réforme monétaire en Pologne depuis le mois de mars 1924. (Revue de l'économie politique Paris 1924.)

Obenaus, K. M., Die italienischen Wechselkurse während der Jahre 1914—1919, 1922.

Palyi, Melchior, Quantitätstheorie, Art. Hdw. d. Stw. 4. Aufl. (Palyi Hdw.).

— Das Wesen der Inflation, in: Hauptprobleme der Soziologie, Band 2, 1923, Erinnerungsgabe für Max Weber (Palyi).

Payen, Eduard, La Pologne. La situation économique et financière, im : Economiste Français.

Peel, Hon. George, The financial Crisis of France, 1925 (Peel).

Piekalkiewicz Jan, Bilans Platniczy Polski (Polens Zahlungsbilanz) (Piekalkiewicz 1926).

Piekalkiewicz und Balukiewicz, O programie gospodarczym Polski, 1926. (Ein Wirtschaftsprogramm Polens.) (Balukiewicz.)

Philipovich, Eugen, Grundriss der politischen Oekonomie. 1. Band 1922.

Pfau, Elsa, Neue, Indexliteratur. Zeitschrift für schweizerische Statistik und Volkswirtschaft. 1923. (Pfau).

Plenge, Johann, Von der Diskontpolitik zur Herrschaft über den Geldmarkt. 1913. (Plenge).

Polish Handbook 1925.

Polonia Economia, La, nel quinquennio 1919—1923. Note economiche di : A. Salvatore De Zerbi, Leonardo Kociemski. Introduzione del Prof. Attilio Cabiati. 1924. Banca Commerciale Italiana.

Prion, Walther, Allgemeine Bankpolitik, im : Hdw. d. Stw. 4. Auflage. (Prion).

Proszynski, F., Projekt reformy waluty w Polsce. (Das Projekt der Währungsreform in Polen.) 1921.

Restauration financière de la Pologne en 1924, La, Publication présentée au IIIe Congrès de la Chambre internationale de Commerce Bruxelles, Juin 1925 (Restauration).

Révai, A., Die ausländischen Wechselkurse in Frankreich 1925.

Rose, Edward, Die Grossindustrie des Königreichs Polen. Diss Berlin 1917. (Rose.)
- — Industrielle Entwicklung und politischhe Tendenzen im Königreich Polen. Schmollers Jahrbuch, Jahrg. 42. (Rose Schmoller).
- — Die bisherige Entwicklung der polnischen Zloty-Währung, im : „Wiederaufbau", Zeitschrift für Weltwirtschaft 1922/23 Nr. 52. (Rose Wiederaufbau).
- — The Progress of financial reconstruction in Poland. 1924. (Rose The Progress).

Röpke, W., Kredit und Konjunktur, 1926. Jhrb. f. Nat. u. St. (Röpke).

Rybarski, Roman, Marka polska i zloty polski. (Die polnische Mark und der polnische Gulden (Zloty) 1922 (Rybarski).

Salin, Edgar, Bemerkungen zu Keynes : „A tract on monetary Reform." (Schmollers Jahrbuch für Gesetzgebung, Verwaltung und Volkswirtschaft im Deutschen Reich. Jahrgang 48. Salin).

Salings Börsenpapiere. 17. Aufl. 1922.

Schumacher, Hermann, Die deutsche Geldverfassung und ihre Reform. 1908. (Schumacher 1908).
— Die Währungsfrage als weltwirtschaftliches Problem. 1921. (Schumacher 1921).

Schumpeter, Josef, Das Sozialprodukt und die Rechenpfennige. Arch. f. Sozw. Band 44 (Schumpeter Archiv 44).
— Kreditkontrolle. Arch. f. Sozw. und Sozp. 54. Band 1925 (Schumpeter Archiv 54).

Schwarz, Otto, Diskontpolitik. Gedanken über englische, französische und deutsche Bank-, Kredit- und Goldpolitik. 1911 (Schwarz).

Seraphim Hans-Jürgen, Die russische Währungsreform des Jahres 1924. 1925 (Seraphim Währung).
— Wesen und Entwicklung des Aussenhandels Sowjetrusslands, Schriften des Vereins für Sozialpolitik, Bd. 171₂. (Seraphim-Handel).

Silex, Karl, Theorie der Inflation. Berliner Diss. 1921. (Bibl. des Berliner staatsw. Seminars, in Maschinenschrift.) (Silex)

Skrzynski, Aleksander, Polska a pokoj. (Polen und der Friede.) 1923. (Skrzynski).

Slowinski, Leonhard, Die wirtschaftliche Lage und Zukunft der Republik Polen. Bearbeitet nach dem Stande 1920/1921. Deutsche Verlagsges. f. Politik und Geschichte. 1922.

Solmsen, Georg, Die Beschaffung von Krediten im Auslande. 1925. (Solmsen).

Somary, Felix, Bankpolitik. 1915. (Somary 1915).
— Währungsprobleme Oesterreich-Ungarns, Wien 1917, in: Gesellschaft österreichischer Volkswirte, Jahrbuch 1917. (Somary 1917).

Spann, Othmar, Bemerkungen zu Irving Fishers Geldlehre. Schmollers Jahrbuch 41. Jahrgang (Spann).

Spitzmüller Alexander, Volkswirtschaft, Finanzwirtschaft und Geld. im: Handbuch der Finanzwiss, hrsg. v. W. Gerloff und F. Meissel 1925 (Spitzmüller).

Steinberg, James, Traktat über Währungsreform. Arch. f. Sozw. und Sozp. 52. Band (Steinberg).

Steiner, Friedrich, Notenbankpolitik und staatliche Anleihepolitik in den österreichisch-ungarischen Nachfolgestaaten. 1924 (Steiner).

Strakosch, Siegfried, Europa als Teuerungsgrund, 1926 (Strakosch).

Strassburger, Edward, Odbudowa finansowa Austrji. (Der finanzielle Wiederaufbau Oesterreichs) 1922/1923, im: Ekonomista 1923.

Szeps, S., Währung und Wirtschaft in Polen. Neue Zürcher Zeitung 1. September 1926.

Szturm de Sztrema, Tadeusz, Znaczenie podatku jako inflacji. (Bedeutung der Inflation als Steuer) im : Ekonomista 1923. (Szturm de Sztrema 1923).

Taylor, Edward, Zagadnienia polskiej polityki emisyjnej. (Die Probleme der polnischen Emissionspolitik) 1922 (Taylor).

Tennenbaum, Henryk, unter Redaktion von Skarb Rzeczypospolitej. (Der Staatsschatz der Republik) 1923 (Tennenbaum).

Tooke und Newmarch, Die Geschichte und Bestimmung der Preise während der Jahre 1793—1857. Deutsch von C. W. Asher 1858. (Tooke).

Traub, Michael, Zum polnischen Valutaproblem, in : Schweiz. Zeitschrift für Volkswirtschaft und Sozp. 1923 (Traub).

Vivier, Zenita, La réforme financière et la crise des industries minières et métallurgiques en Pologne, in : Revue économique internationale, Vol. IV (Vivier).

Wagemann, Ernst, Der Bankzinsfuss in Papierwährungsländern, Schmollers Jahrbuch 1915 (Wagemann).

Wieser, Friedrich, Freiherr von, Theorie der gesellschaftlichen Wirtschaft. § 84 : Die Ausgleichung der internationalen Zahlungsbilanz und die Bewegungen der Handelsbilanz, im : Grundriss der Sozialökonomie, Band I (Grundriss).

Young, Hilton, E., Report on financial conditions in Poland, presented to the prime Minister of Poland, 1923 (Young).

Zehnder, Alfred, Die inländische und ausländische Kaufkraft des Geldes in den Jahren 1914—1922. 1923 (Zehnder).

Zuckerkandl, Preisentwicklung. Art. Hdwb. d. Stw. 3. Auflage (Zuckerkandl).

Zweig, F., Bilans handlowy w dobie stabilizacji, 1925. (Die Handelsbilanz während der Stabilisierungsperiode.) (Zweig I).

— Polityka Kredytowa Banku Polskiego, 1925. (Die Kreditpolitik der Bank von Polen.) (Zweig II).

Gesetzessammlungen, Statistiken, statistische Bulletins, Jahresberichte und Jahrbücher.

Jahresberichte der Polska Krajowa Kasa Pozyczkowa (Polnische Landesdahrlehnskasse) für die Jahre 1920—1923.

Jahresberichte der Bank von Polen für die Jahre 1924 und 1925.

Dziennik Ustaw Rzeczypospolitej Polskiej. (Das Gesetzesblatt der polnischen Republik).

Annuaire du Commerce Extérieur de la République Polonaise, Années 1922 et 1923, Varsovie 1924. Publication de l'Office Central de Statistique, Tome IV.

Revue trimestrielle de statistique, Tome II, fascicule 1, Année 1925. Publications de l'Office Central de Statistique. Aufsatz von: Edward Szturm de Sztrema, Internationale Vergleichbarkeit von Preisindexziffern und ein Universalindex (poln.) (Szturm Edward).

Rocznik Ministerstwa Skarbu (Jahrbuch des Finanzministeriums für das Jahr 1924), Verlag des Finanzministeriums, Warschau, August 1925.

Bulletin statistique du Ministère des Finances, Varsovie. Jahrgang 1925.

Société des Nations, Commission économique et financière provisoire. L'application des principes de la Conférence Internationale Financière de Bruxelles, Vol. I, 1920 (Bruxelles 1920).

— Conférence financière de Bruxellse 1920. Les Recommandations et leur application. Examen après deux ans. 1922 (Bruxelles 1922).

— Mémorandum sur les Monnaies 1913—1922, Genève 1923.

— Mémorandum sur les Monnaies 19113—1923. Genève 1924.

— Mémorandum sur les Banques centrales, 1913 et 1918—1923. Genève 1924.

— Balance des paiements et tableaux sommaires du commerce. 1910—1924.

— Mémorandum sur les balances des paiements et sur les balances du commerce extérieur 1913—1923. Vol 1.

— Bulletin mensuel de statistique (Jahrgang 1924/1925).

— Mémorandum sur la Production et le Commerce, Genève 1926.

Institut International d'Agriculture. Service de la statistique générale. Annuaire de Statistique agricole 1924/1925. Rome (Institut Rome).

Handbücher, Zeitschriften und Zeitungen.

Handwörterbuch der Staatswissenschaften, 3. Auflage, Jena 1909.

Handwörterbuch der Staatswissenschaften, 4. Auflage, Jena 1923.

Handbuch der Finanzwissenschaft. Tübingen 1925.

Archiv für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik, hrsg. von Emil Lederer.

Der Deutsche Oekonomist. Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzfragen, Geld-, Bank- und Börsenwesen (besonders die Nr. 2104 enthaltend: Zelewski, H. von, Oesterreichs neue Währung, O. Ullrich, die polnische Währungsreform).

Bank-Archiv, Zeitschrift für Bank- und Börsenwesen, hrsg. von Riesser Jahrgang 1924/1925.

Ekonomista, (poln.) Organ der Gesellschaft der polnischen Oekonomisten und Statistiker in Warschau. Red. Stefan Dziewulski. Jahrgang 1922/1923.

Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny. (Juristische, ökonomische und soziologische Bewegung.) Posen, Jahrgang 1926.

Manchester Guardian Commercial, Wiederaufbau in Europa. Nr. 1—12.

Lodzki rynek przemyslowy i handlowy. (Der Lodzer Industrie- und Handelsmarkt.) Jahrgang 1922.

Przemysl i Handel (Industrie und Handel) Wochenschrift unter Red. von Leon Baranski, hrsg. vom Finanz-, Handels-, Industrie- und Eisenbahnministerium. Jahrgang 1925.

Przeglad Gospodarczy (Wirtschaftliche Revue), Warschau, Jahrgang 1922 und 1925.

Weltwirtschaftliches Archiv. Zeitschrift des Instituts für Weltwirtschaft und Seeverkehr an der Universität Kiel, hrsg. von B. Harms.

Wirtschaftliche Nachrichten. Nachrichten-Organ der Kammer für Handel, Gewerbe und Industrie in Wien, enthaltend Berichte aus den Neuen Staaten. Jahrgang 1925.

Wirtschaftsdienst, hrsg. vom Hamburgischen Weltwirtschafts-Archiv an der Universität Hamburg. Jahrgang 1924/1925.

Wiederaufbau, Der, Zeitschrift für Weltwirtschaft, Berlin, hrsg. von Parvus. Jahrgang 1922/1923.

Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, Jena.

Schmollers Jahrbuch für Gesetzgebung, Verwaltung und Volkswirtschaft im Deutschen Reich.

Zeitschrift für schweizerische Statistik und Volkswirtschaft unter Red von J. Landmann, Jahrgang 1917, 1920 und 1923.

Freiwirtschaftliche Zeitung, Organ des Schweizer Freiwirtschaftsbundes.

Süddeutsche Monatshefte, Oktober 1926: Das neue Polen (Neues Polen).

Danziger Wirtschaftszeitung, Nummer 25, 26, Jhrg. 6, enthaltend die Berichte des polnischen Zentralverbandes der Industrie, des Bergbaus, Handels und der Finanzen. (Lewiatan Bericht.)

Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Sozialpolitik unter Red. von N. Reichesberg.

Zeitschrift für Volkswirtschaft und Sozialpolitik, hrsg. von Hans Meyer, Richard Reich, Othmar Spann und Friedrich Wieser.

Tageszeitungen.

Republika, Lodz.

Prawda, Lodz (Wochenschrift).

Berliner Tageblatt (besonders die Aufsätze des Bielitzer Korrespondenten Fritz Seifter).

Frankfurter Zeitung.

Neue Zürcher Zeitung.

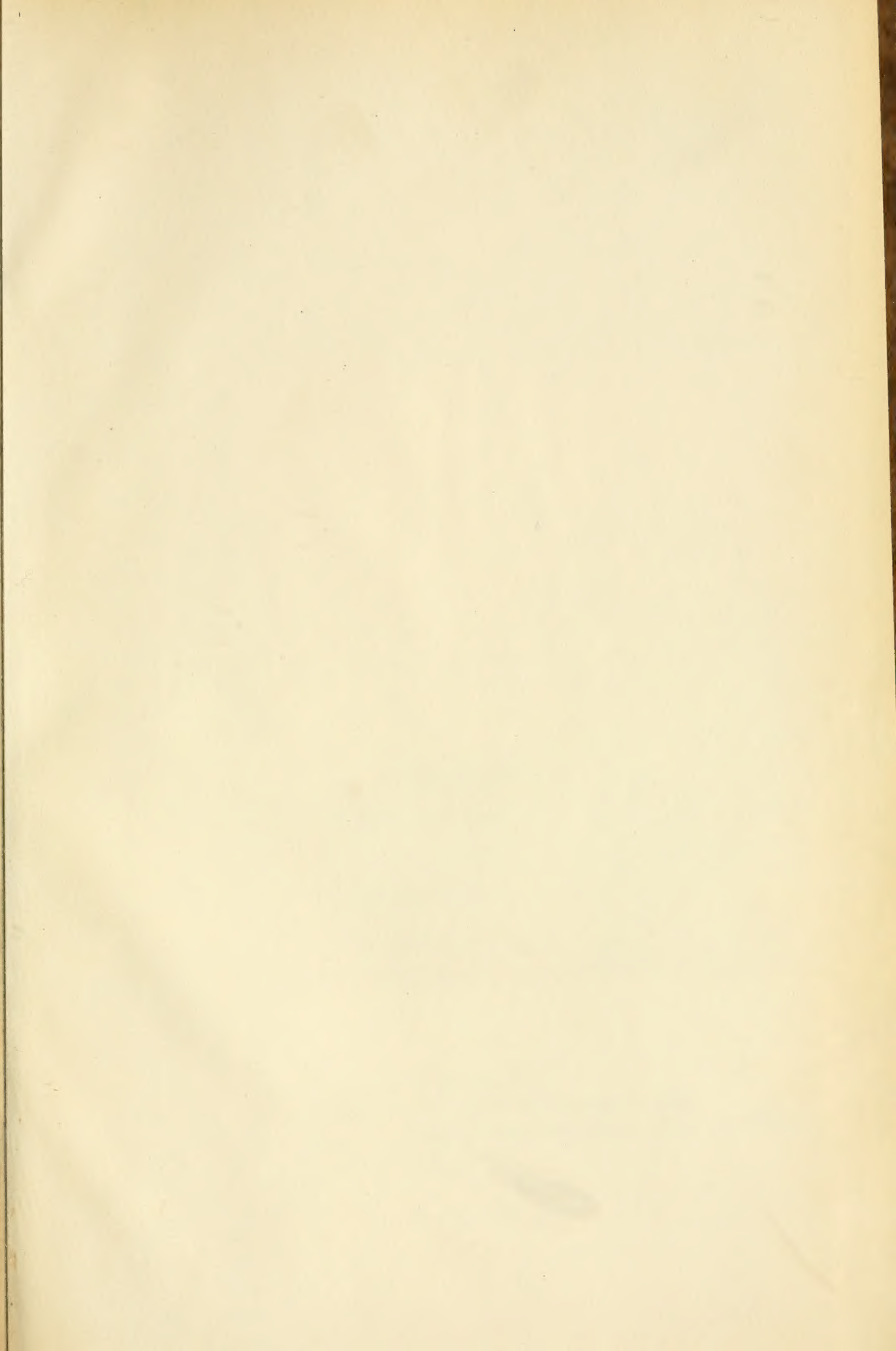
Basler Nachrichten.

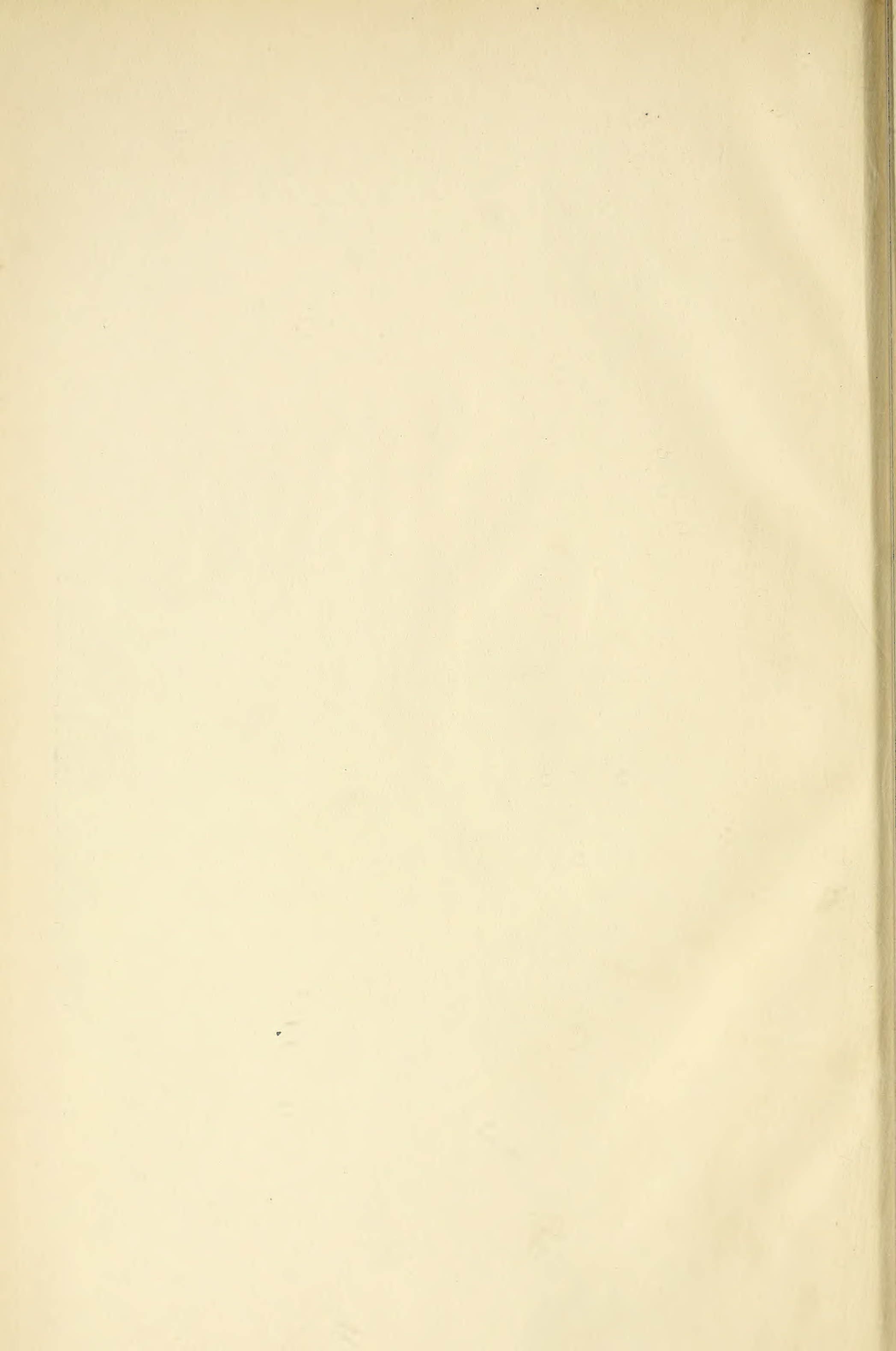
National-Zeitung, Basel (besonders die Sondernummer: Die Schweiz und Polen, 15. März 1925).

Deutsche Rundschau, Bromberg.

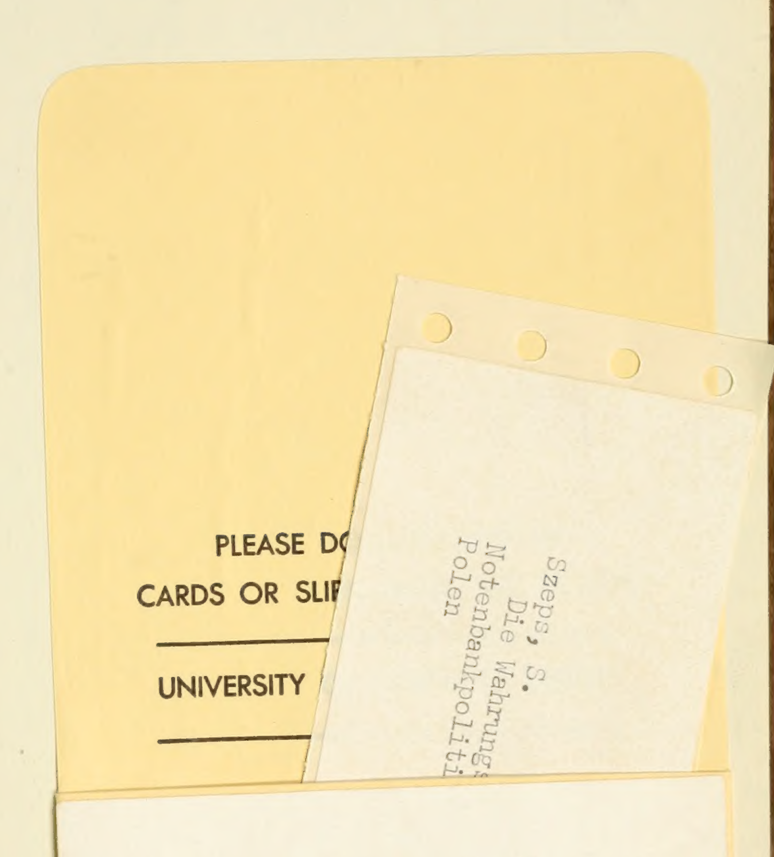








12/2/74


PLEASE DO
CARDS OR SLI
UNIVERSITY
Szeps, S.
Die Wahrungs
Notenbankpoliti
Polen

